



3 1761 11554467 8



Digitized by the Internet Archive
in 2022 with funding from
University of Toronto

<https://archive.org/details/31761115544678>

CA1
FN73
-M56

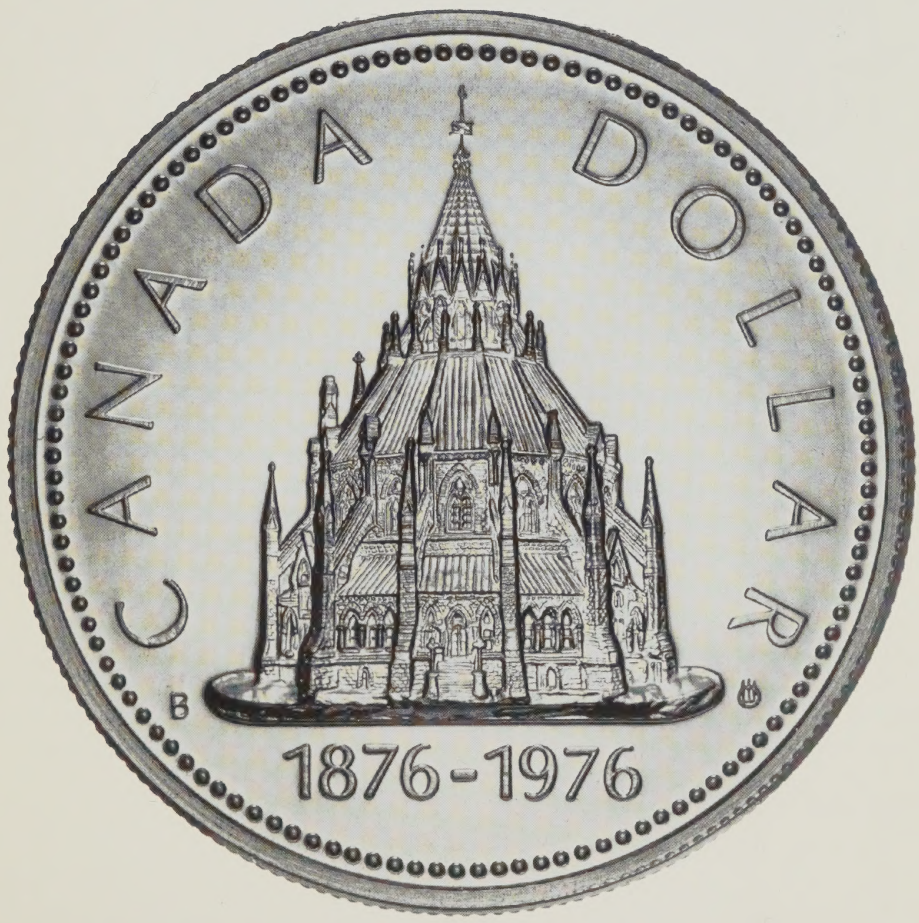
Government
Publications

BANK OF CANADA

61

MONETARY POLICY REPORT

- May 1999 -



Library of Parliament centennial silver dollar. The reverse of the 1976 silver dollar was used to commemorate the 100th anniversary of the completion of the Library of Parliament. This attractive building was the only part of the original Centre Block of the Parliament Buildings that was saved during the disastrous fire of 1916. It is still in use and is a popular tourist attraction in Ottawa.

The design is the work of John Mardon.

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

3251
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

MONETARY POLICY REPORT

— May 1999 —



The volatility of bond and foreign exchange markets, which persists despite almost a decade of low inflation, can partly be attributed to lingering uncertainties with respect to future price movements. At the Bank of Canada, we have taken the position that these concerns are best confronted by making clear statements about the objective and strategy of monetary policy, by releasing our economic analysis to outside examination, and by publishing all relevant data.

— Gordon Thiessen

The Tony Hampson Memorial Lecture

Speech to the C.D. Howe Institute

Toronto, Ontario

11 March 1999

CONTENTS

1. Introduction5

2. Recent Developments in Inflation6

Inflation and the target range6

Factors at work on inflation10

3. Achieving the Inflation-Control Targets15

4. The Outlook for Inflation20

International background20

Aggregate demand and supply in Canada ..22

Temporary factors affecting inflation25

Cost control25

Measures of inflation expectations27

Monetary indicators28

Inflation projection30

5. Conclusions31

Bibliography32

CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively and thereby contributes to better growth over time.
- Inflation-control targets ensure that monetary policy works to moderate cyclical fluctuations in income and employment. These targets help the Bank to make more accurate judgments about the growth potential of the economy.

The monetary policy instrument

- The Bank of Canada uses its influence on short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target range. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in monetary conditions is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. In December 1993, this target range was extended to the end of 1998. In February 1998, it was extended again to the end of 2001.
- By the end of 2001, the government and the Bank plan to determine the long-run target for monetary policy consistent with price stability.

Monitoring inflation

- In the short run, there is a good deal of movement in the CPI caused by transitory fluctuations in the prices of food and energy, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on the CPI excluding food, energy, and the effect of indirect taxes. This measure is referred to as the *core* CPI.
- Over longer periods, the measures of inflation based on the total CPI and the core CPI tend to follow similar paths. In the event of persistent differences between the trends of the two measures, the Bank would adjust its desired path for core CPI inflation so that total CPI inflation would come within the target range.

1. INTRODUCTION

Six months ago, at the time of the last *Monetary Policy Report*, the global economic and financial environment was volatile and highly uncertain because of the adverse situation in Asia and the fallout from the Russian debt moratorium. Many emerging-market economies, particularly in Latin America, were hit by large capital outflows. And, as nervous investors sought safe havens, interest rate spreads on emerging-market debt widened dramatically, as did those between corporate and government bonds in the industrial countries.

Since then, the situation in global financial markets has improved. Interest rate cuts by central banks in all major countries have helped to rebuild investor confidence. In Southeast Asia, financial markets have stabilized, progress is being made on structural reforms, and prospects are good for a gradual recovery through this year and next. In Brazil, the authorities have taken major steps to address their difficulties, including the move to a flexible exchange rate regime and a revised International Monetary Fund program linked to strong fiscal measures. And financial markets now seem to be better able to assess and differentiate among credit risks.

Nevertheless, there are still significant risks and uncertainties facing the global economy. Capital flows back into emerging-market economies are tentative, awaiting full implementation of announced policies in a number of key countries. At the same time, there is a marked divergence in economic performance among the G-7 countries. The Japanese economy remains in deep recession, and the latest indicators for Europe point to a slow-down in the pace of activity. The U.S. economy, in sharp contrast, continues to flourish, outperforming most expectations.

In Canada, the economy has regained momentum over the past six months, supported by the robust U.S. economy, accommodative monetary conditions, and recovery from several temporary production disruptions last summer. Over this period, core inflation has remained near the bottom of the Bank's target range of 1 to 3 per cent, at levels slightly lower than expected.

Six months ago, the global financial environment was volatile and highly uncertain.

Since then, the situation has improved . . .

. . . but the global economy still faces significant risks and uncertainties.

In Canada, the economy has regained momentum, and inflation remains low.

The calmer international financial environment has allowed the Bank to refocus its attention on keeping inflation inside the target range.

The uncertainty surrounding estimates of the economy's production capacity is currently an important focus.

Since the last Report, core inflation has stayed close to the bottom of the Bank's target range . . .

. . . as slack in product markets and price cutting on telephone services and computer products continue to exert downward pressure.

The calmer international financial environment has enabled the Bank to refocus its attention on keeping inflation inside the target range and to completely unwind the 100-basis-point increase in short-term interest rates that was necessary last August to address investor nervousness. The reduction was accomplished in four steps of 25 basis points each between September 1998 and March 1999. On 4 May, the Bank lowered short-term interest rates by an additional 25 basis points to support continued economic expansion and to keep the trend of inflation comfortably inside the target range next year.

Currently, an important issue for the Bank is the uncertainty surrounding estimates of the economy's capacity to produce goods and services. The large investments in technology in recent years, as well as various measures undertaken to improve product and labour markets, should have had a positive effect on the economy's production capacity. However, it is difficult to assess the magnitude of this effect. The *Report* examines this issue in the context of the outlook for inflation.

2. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

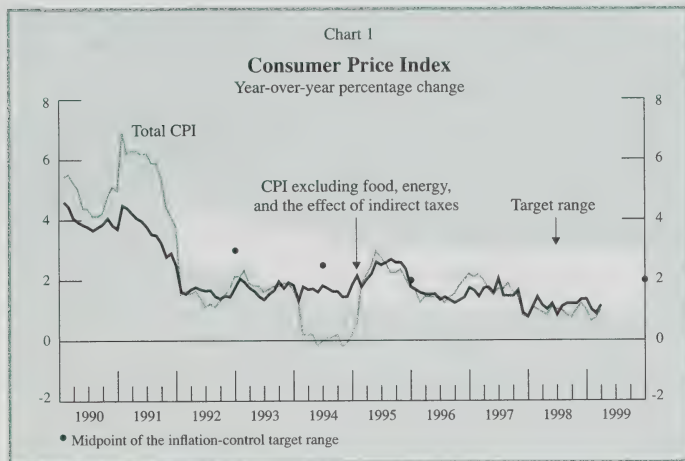
Core inflation (CPI excluding food, energy, and the effect of changes in indirect taxes) has remained near the bottom of the Bank's inflation-control target range over the past six months, at levels slightly lower than expected.

Inflation and the target range

The 12-month rate of increase in the core CPI was 1.2 per cent in March, unchanged from last September (Chart 1). Two other statistical measures of the trend rate of inflation (CPIX and CPIW)¹ are close to the level of core inflation (Chart 2).

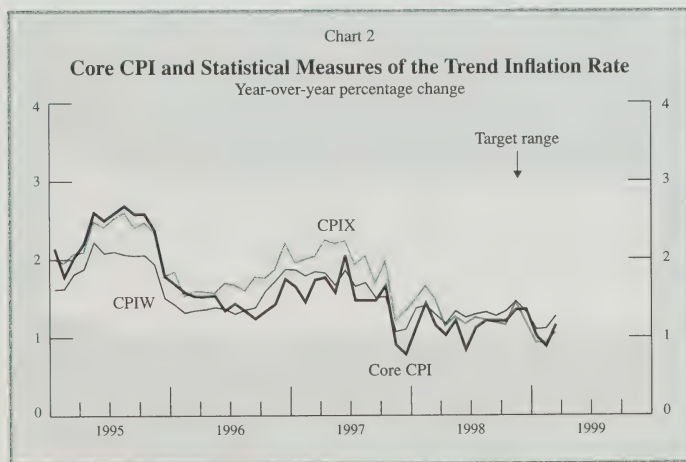
Several factors continue to put downward pressure on core inflation. Slack in product markets has been the principal influence, together with modest increases in unit labour costs. In addition, price cutting for long-distance telephone service and computer products has been particularly intense recently. This reflects technological change, deregulation in the telecommunications industry, and lower costs for imported computer components. The extent of this price cutting has been larger than anticipated.

1. CPIX excludes the eight most volatile components from the CPI as well as the effect of indirect taxes on the remaining components. CPIW uses an additional adjustment to each CPI basket weight that is inversely proportional to the component's variability. For more details, see Technical Box 1 in the November 1997 *Report*.



At the same time, two factors offset the downward pressure on inflation. First, longer-term expectations of inflation close to the middle of the inflation-control target range helped to hold core inflation up. Second, the decline of about 10 per cent in the value of the Canadian dollar against the U.S. dollar from the autumn of 1997 to late 1998 resulted in higher import prices for most non-energy consumer goods and services over the past year. To date, however, these increases have had only a limited impact on consumer prices. This partly reflects the usual lags between changes in import prices and changes in consumer prices. In addition, possibly because of the keen competition in the retail sector, the pass-through from higher import prices to consumer prices has been slightly less than expected.

The decline of about 10 per cent in the Canadian dollar against the U.S. dollar from the autumn of 1997 to late 1998 exerted upward pressure on consumer prices over the past year.



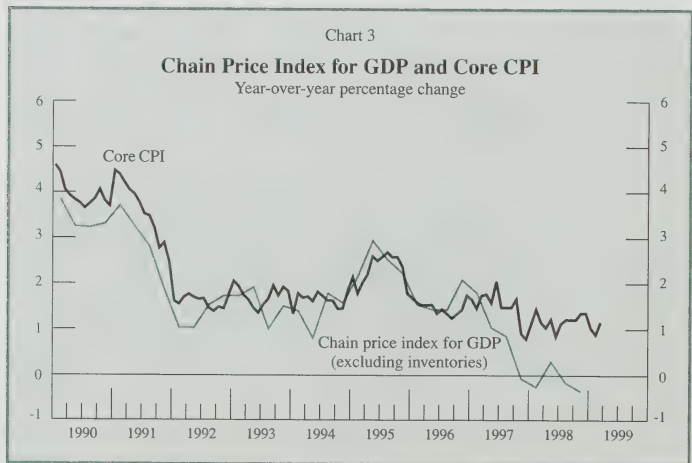
The chain price index for GDP has edged down over the past year...

...owing to much lower world commodity prices.

The 12-month rate of increase in the total CPI was 1.0 per cent in March, compared with 0.7 per cent in September. Retail energy prices have stopped declining (on a year-over-year basis) since crude oil prices have begun to rise.

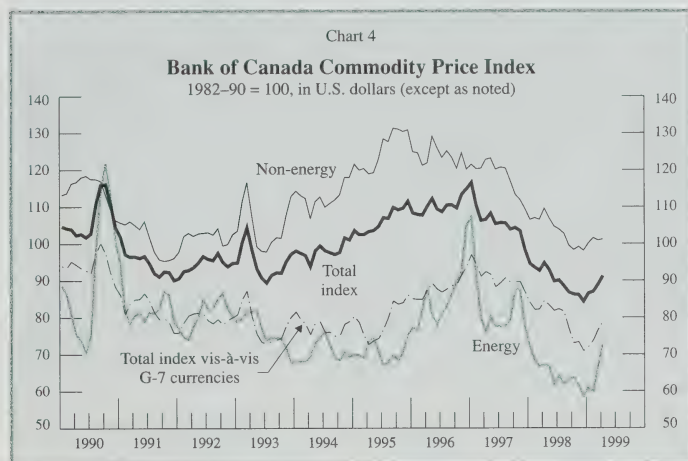
The chain price index for GDP, a broad measure of the price level of goods and services produced in Canada, has edged down over the past year (Chart 3). This partly reflected the effect of falling world prices for the commodities that Canada exports. The year-over-year increases in the chain price indexes for both consumer products and business fixed investment picked up a little in the second half of 1998 as a result of higher import costs from the depreciation of the Canadian dollar.

Non-energy commodity prices continued to fall during the second half of 1998 (Chart 4), reflecting further weakness in global demand, primarily because of developments in Japan and in various emerging markets, as well as continued growth in supply. For example, larger-than-expected harvests contributed to lower grain prices, while increased supply led to a marked reduction in livestock prices. The excess-supply situation in metals markets (stemming from sharply reduced Asian and Russian demand) has been exacerbated by new mine capacity that has come on stream over the past two years. But, driven by strong U.S. demand and supply adjustments, prices for non-energy commodities have recovered somewhat since the end of 1998.

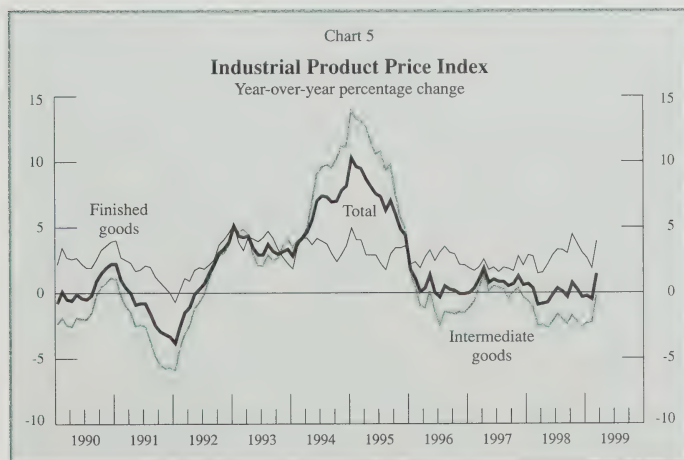


The inability of major oil producers to cut back oil production in the face of weak demand led to further marked decreases in crude oil prices through to the end of 1998. In March, however, oil

prices rebounded, following an agreement between OPEC and other producers to cap production.



The aggregate industrial product price index for the manufacturing sector has increased modestly over the past year (Chart 5). Falling commodity prices resulted in declines in the prices of most manufactured intermediate goods. In contrast, the Canadian dollar prices of many exports of finished goods with longer-term contracts in U.S. dollars rose with the Canadian dollar's depreciation against the U.S. dollar.



Factors at work on inflation

Aggregate demand and supply

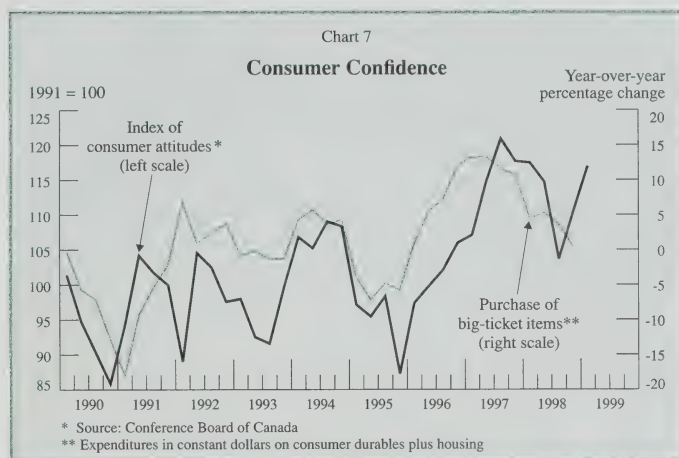
The pace of economic expansion in Canada picked up substantially . . .

. . . as a robust U.S. economy and the end of labour disruptions in the automotive sector boosted exports.

The pace of economic activity in Canada picked up substantially in the fourth quarter of 1998 and early 1999 after being hampered by labour disruptions and international developments in mid-1998. Significant support came from stronger growth in the U.S. economy and from domestic monetary conditions that were generally accommodative over the last year. Together, these factors were enough to offset the drag from low commodity prices. In the second half of 1998, real GDP rose at an annual rate of about 3 per cent. Information to date suggests that it grew at a rate of about 4 per cent in the first quarter of 1999.

In the second half of 1998 and in early 1999, export volumes expanded strongly. Growth in exports of motor vehicles and parts was especially robust. This reflected a very high degree of U.S. demand, efforts to replenish U.S. automotive stocks following labour disruptions at General Motors, new Canadian production capacity coming on stream, and the end of some difficulties in rail transport. Continued vigorous growth in U.S. demand and a favourable competitive position also led to marked gains in Canada's exports of both lumber and machinery and equipment. However, exports of other commodities continued to fall as Asian demand remained weak, and unusually mild U.S. weather conditions in the fourth quarter curbed the demand for oil and natural gas.





Household expenditures rose at a more moderate pace in the second half of 1998, reflecting reduced employment growth between the first and third quarters of the year (Chart 6) as well as turbulent international and domestic financial markets in the late summer and early autumn. Both factors contributed to declining consumer confidence through the first three quarters of 1998 (Chart 7). Towards the end of the year, however, consumer confidence turned around, owing to a surge in job creation (which continued into early 1999), an associated reduction in unemployment despite higher labour force participation, and increased stability in financial markets. These factors have contributed to renewed growth in household spending in early 1999.

Growth of spending on capital goods by businesses also eased considerably in the last half of 1998 from the strong rates experienced over the previous year and a half. This reduction was partly caused by a drop in business confidence in the autumn, arising from volatile financial markets and other adverse international developments. The substantial drop in commodity prices reduced incentives to expand capacity and decreased cash flows to finance exploration and expansion. The oil and gas sector was particularly hard hit as were other resource-based industries, and their capital spending declined considerably last year.

Over the second half of 1998 (and therefore disregarding most of the swing associated with the GM strike), inventory investment continued to decline, with the decrease concentrated in several industries that manufacture durable goods. Part of the reduction in inventory accumulation may have resulted from unexpectedly strong exports of manufactured goods to the United States.

Household expenditures rose more moderately in the second half of 1998 but picked up in early 1999.

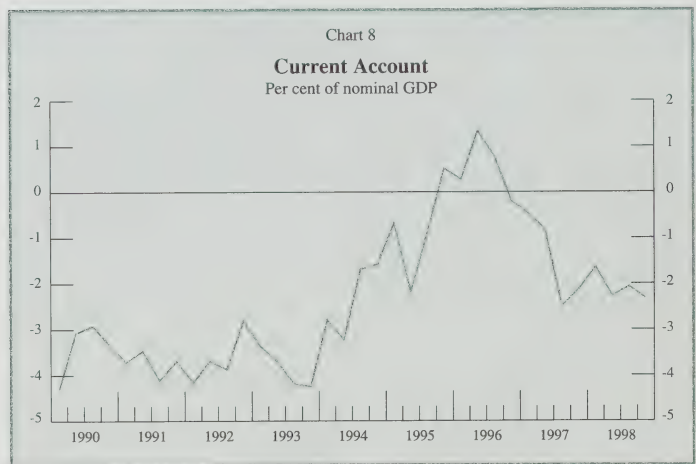
The growth of business investment spending eased in the last half of 1998 . . .

. . . and inventory investment continued to decline.

Imports grew only modestly, as domestic demand slowed.

Continued slowing in domestic demand, particularly for import-intensive items such as machinery and equipment, restrained import growth over the final two quarters of 1998 relative to that experienced in 1997. The improved competitiveness of Canadian producers contributed to some substitution of domestic production for imports.

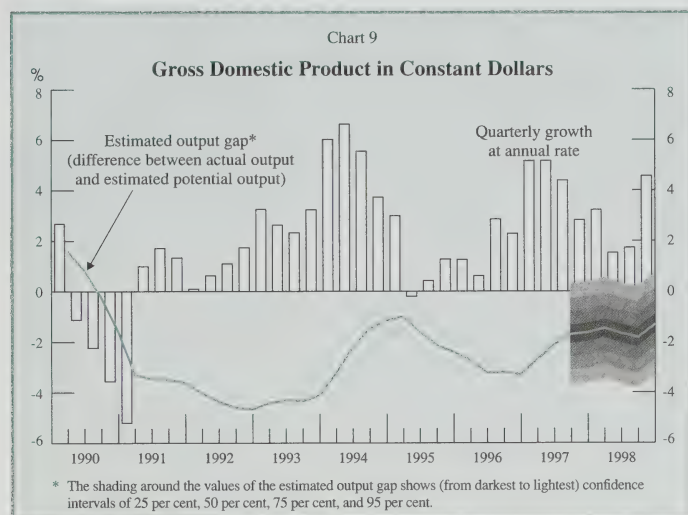
At 2.3 per cent of GDP, the current account deficit (in dollar terms) at the end of 1998 was essentially unchanged from a year earlier (Chart 8). In volume terms, the trade balance improved considerably. This was partly offset by a continuing decrease in the terms of trade as commodity prices fell further. Moreover, Canada's investment income account deteriorated as net dividend payments rose considerably, and interest payments on foreign-currency debt increased.



The estimated amount of excess supply contracted somewhat in the second half of 1998.

Overall, aggregate demand grew somewhat faster than the estimate of the economy's capacity to produce in the second half of 1998. Consequently, Bank staff estimate that the output gap narrowed from about 1.75 per cent at mid-year to about 1.25 per cent at the end of the year (Chart 9).² Estimates of the output gap continue to be highly imprecise, partly because of revisions as new data become available and partly because of restructuring, large investments in technology, and changes to the way the labour market functions, all of which should have improved the economy's capacity to produce.

2. At the time of the November *Report*, the output gap for mid-1998 had been estimated at about 1.5 per cent. Historical estimates of the output gap have been revised by Bank staff as a result of a general reassessment of the path of potential output. This included taking account of major changes to the national accounts estimates of real GDP.



Cost control

Wage gains were again moderate in the second half of 1998. Annual wage settlements in the unionized private sector averaged 1.8 per cent, the same as in the first half of the year (Chart 10). Wage settlements in the public sector were marginally lower, averaging 1.4 per cent in the second half of 1998. Data from Statistics Canada's *Labour Force Information* suggest that the year-over-year increase in the average hourly wage (excluding overtime) for permanent workers was 1.9 per cent in the first quarter of 1999. Thus, the underlying wage increase in the total economy has remained close to 2 per cent.

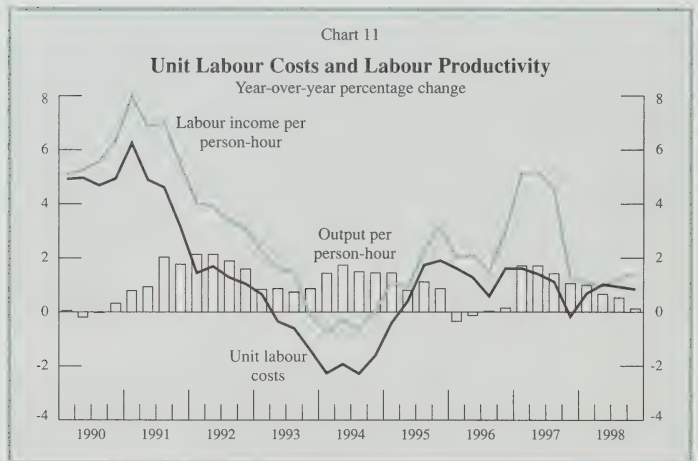
Current data indicate that labour productivity was largely unchanged through 1998, which is surprising in light of the robust output growth.³ However, the continuation of moderate growth in labour income per person-hour meant that the year-over-year rise in unit labour costs also remained relatively modest (Chart 11).⁴

Wage increases were again moderate in the second half of 1998 . . .

. . . unit labour costs rose only modestly.

3. Note, however, that recent data are subject to revision. This short-term development adds little to the current debate over what has been happening to the trend in productivity growth.

4. Historical revisions to the national accounts data have resulted in upward revisions to the year-over-year growth of both labour income per person-hour and unit labour costs in 1997 and the first half of 1998, compared with information published in the last *Report*.

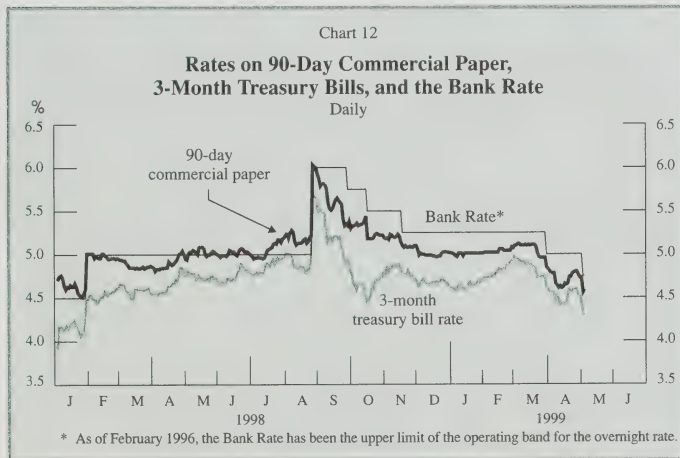


3. ACHIEVING THE INFLATION-CONTROL TARGETS

Since last autumn, the Bank reduced the Bank Rate by 25 basis points on three occasions (18 November, 31 March, and 4 May). This brought the operating band for the overnight interest rate to $4\frac{1}{4}$ – $4\frac{3}{4}$ per cent. The first two of these cuts (together with two earlier ones in September and October 1998) fully reversed the one-percentage-point increase prompted by the financial turbulence last August. The most recent cut was designed to support continued economic expansion and to keep the trend of inflation comfortably inside the Bank's inflation-control target range next year.

The decline in the Bank Rate and other short-term interest rates occurred in the context of a series of interest rate cuts by central banks in all major countries and an improved environment in financial markets, including those for assets denominated in Canadian dollars. Investors have become less anxious and, as a result, risk and liquidity premiums have declined from the unusually high levels reached last autumn (Technical Box 1). In the Canadian money market, this is evident in the narrower yield spread between commercial paper and treasury bills (Chart 12).

As foreign interest rates declined and market confidence improved, the Bank reduced the band for the overnight rate.



Since the start of the year, both the Canadian and U.S. dollars have risen quite strongly against the newly introduced euro and other overseas currencies. This reflects the divergent economic developments between North America and the major overseas

The Canadian dollar has strengthened.

Technical Box 1

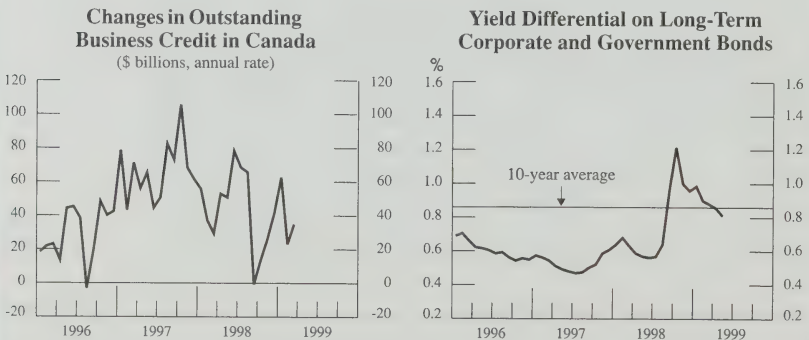
Credit Availability During and After the Financial Crisis

In the autumn of 1998, the turbulence afflicting international financial markets raised questions about the health of financial institutions worldwide and the liquidity of a broad range of securities. The difficulties of the large hedge fund "Long-Term Capital Management" brought such concerns to a head. Nervous investors turned towards the most liquid U.S. and European government securities as a safe shelter for their funds. Consequently, yield spreads between private and government sector debt widened sharply, and corporate financing costs increased. At the same time, banks and other lenders, particularly in the United States, became more selective in their loan allocations. As a result, worries were expressed about a possible credit shortage in North American markets.

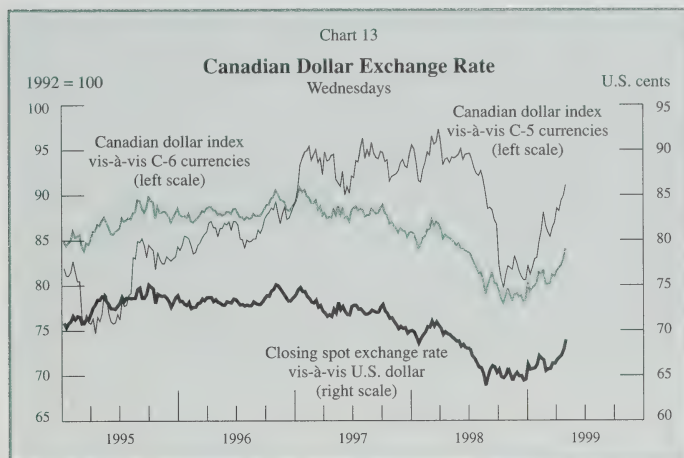
In Canada, at the height of the crisis, credit market pressures were felt primarily in financing costs, and relatively few borrowers were denied credit. Nonetheless, the market became less receptive to certain issuers. In September and October, when uncertainty peaked, there was a sharp decline in issues of commercial paper and a marked slowdown in share issues. Bank lending also slowed, so that growth in total business credit stalled briefly.

Since the autumn, interest rate cuts by the major central banks have helped to calm financial markets. In the improved environment, credit market conditions have eased, and the growth of credit to the business sector has gradually recovered. For example, in Canada, over the three months ending in March, such credit increased at an annual rate of 5.9 per cent. In the bond market, corporate/federal government yield spreads have returned to their long-run average. (They appear high only when viewed against the exceptionally low levels of the previous two years.)

Any negative effects on Canadian economic activity from the reduced supply of credit would have been confined to the third and fourth quarters of 1998. Credit availability does not appear to be a material economic risk in the first half of 1999.



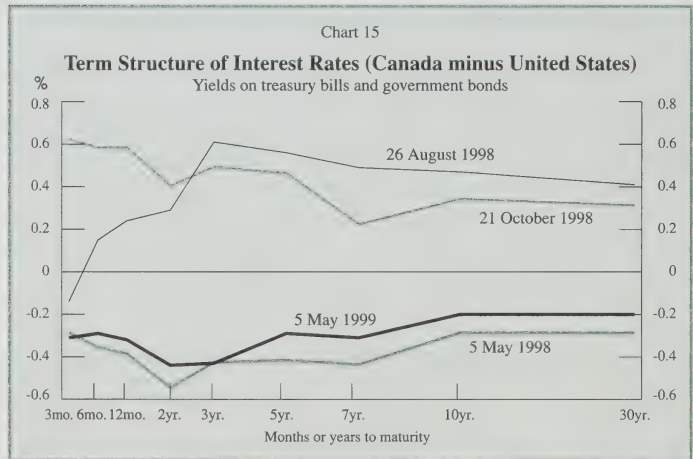
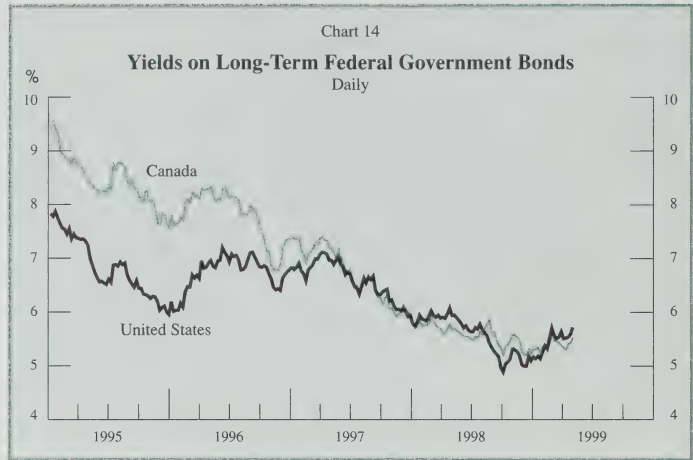
countries. With the bilateral Canada/U.S. exchange rate also stronger, the Bank's C-6 trade-weighted index for the Canadian dollar has risen (Chart 13).⁵



Canadian bond yields, after spiking at the time of the Russian crisis last August, have fallen to levels that are very low historically (Chart 14). In the United States, however, Treasury bond yields have risen from the lows reached last autumn. This reflects two important factors: first, the reversal of capital inflows from investors seeking the safe haven of U.S. government securities; and second, the unexpected strength of the U.S. economy in the fourth quarter of 1998 and the first quarter of 1999. Despite the recent increase in yields, U.S. interest rates at all maturities are still below those of a year ago. Partly as a result of this development, U.S. equity prices have shown renewed vigour and have reached new record highs.

Canadian bond yields have fallen ...

5. With the advent of the euro, the Bank has replaced its G-10 index with the C-6 trade-weighted currency index. The six foreign currencies in the new index are the U.S. dollar, the euro, the yen, the U.K. pound, the Swedish krona, and the Swiss franc. The C-5 index excludes the U.S. dollar. A technical note in the winter 1998-1999 issue of the *Bank of Canada Review* provides more detail.



*... and negative
Canada/U.S. differentials
have been re-established.*

Canada/U.S. bond differentials have declined markedly over the most recent period. Negative differentials have been re-established as last summer's sharp increase in risk premiums has unwound (Chart 15). The sustained low inflation rate in Canada has underpinned the decline in yield spreads. Money market interest rates have also fallen to levels below those in the United States.

As anticipated in the November 1998 *Report*, the monetary conditions index (MCI) has continued to be volatile (Chart 16), primarily because of fluctuations in the trade-weighted exchange value of the Canadian dollar. For the most part, the MCI has ranged between -8 and -7, as currency appreciation and interest rate declines worked in opposite directions. With the strengthening trend in the dollar, the index has recently risen to close to the -6 mark.



4. THE OUTLOOK FOR INFLATION

The Bank analyzes the outlook for inflation over the coming two years by focusing on the principal factors that influence aggregate excess supply or demand, both current and projected. It also examines measures of inflation expectations and the pace of monetary expansion. The Bank is well aware of the uncertainty involved in any projection. For this reason, it looks at alternative scenarios that assess risks to the assumptions underlying the outlook and at a range of projections by other organizations.

International background

Improved circumstances in emerging-market economies . . .

. . . have contributed to a calmer environment in financial markets.

Strong growth in the U.S. economy stands in marked contrast to growth in Japan and Europe.

The situation in emerging-market economies, while still fragile, has improved over the past six months. This has been most evident in Southeast Asia, where there have been signs of significant progress towards economic stabilization. In Brazil, the financial situation worsened towards the end of 1998, owing to growing investor concern about its budget and current account deficits. More recently, circumstances there have improved considerably as a result of tight fiscal policy and a new IMF program approved in March. Other Latin American countries have been affected by the Brazilian situation, and growth prospects for this region in 1999 have consequently been revised downwards.

The emerging-market economies as a group have been making progress in addressing their problems through appropriate domestic policies, and this has contributed to a calmer climate in international financial markets. This is apparent in risk premiums in interest rates, which rose sharply last autumn and have since declined. They remain relatively high, however, and the situation in some of these countries is still a source of anxiety for investors. The IMF expects that the improvement in financial markets will lead to an increase in net private capital flows to emerging markets in 1999 (Technical Box 2).

The global economic environment is still uncertain, however. A key risk revolves around the very divergent economic performances of the major industrial countries. The Japanese economy remains in recession, and the major European economies have been weakening. In striking contrast, the U.S. economy has shown surprising strength.

The Japanese economy contracted substantially throughout 1998 and is expected to remain in recession through most of 1999, despite additional fiscal and monetary stimulus. Even though an appreciation of the yen relative to the U.S. dollar since last August and a rise in long-term interest rates more recently will

Technical Box 2

Capital Flows to Emerging Markets

Between the periods 1984–89 and 1990–96, net private capital flows to emerging markets increased more than tenfold as rapid economic growth and possibilities for diversification across financial markets attracted investors to these markets. Many large capital projects, however, lacked a sound economic basis. In addition, official exchange rate commitments and other implicit government guarantees, as well as the prospect of emergency assistance from international agencies such as the International Monetary Fund (IMF), reduced the incentives for investors to assess risks appropriately. The financial crisis in Asia resulted in a massive reversal of capital flows. In contrast to 1996, when emerging markets in Asia attracted net private capital of over US\$100 billion, in 1998 outflows amounted to almost US\$50 billion.

Some countries are still experiencing serious difficulties raising capital. But bond yields in secondary markets show that investors are differentiating among countries. For example, in Latin America the largest increases in bond yields have been in Brazil and Venezuela, while interest rates in Argentina and Mexico have been relatively stable. The South Korean debt market has been volatile, but bond yields are now much lower than before the devaluation of the rouble.

In 1999, countries that are reasonable credit risks should be able to access international capital markets. Foreign capital has been available to certain emerging-market countries (e.g., Mexico, Argentina, South Korea, and the Philippines have successfully issued external debt recently), albeit at higher interest rate spreads against U.S. government securities than a year ago.

The IMF predicts that net private capital inflows to all emerging markets will increase in 1999 but will remain well below their 1990–96 average because of continuing heavy capital outflows from Asia.

Net Private Capital Flows to Emerging Markets

(US\$ billions)

	1984–89 Average	1990–96 Average	1996	1997	1998 Estimate	1999 Forecast
Asia	9.9	58.3	108.1	-15.1	-49.5	-38.1
The Americas	-0.2	46.1	81.7	88.3	73.6	75.3
Other	2.9	37.2	25.0	44.6	45.4	52.5
Total	12.5	141.7	214.8	117.8	69.5	89.7

Source: IMF, *World Economic Outlook and International Capital Markets*

act to restrain aggregate demand somewhat, a modest recovery is possible next year, particularly if progress continues on banking sector reform.

The pace of recovery in the major European countries, particularly Germany and the United Kingdom, has slowed markedly since mid-1998. Forecasts of growth in the euro area for 1999 have been revised to below potential, reflecting weaker prospects both for exports to emerging markets and for spending by businesses, which have become more pessimistic. In light of low current and projected inflation, the European Central Bank cut interest rates by 50 basis points in early April. This action should provide some support for the euro area over the coming year.

In spite of the rapid pace of economic expansion in the United States, where the level of output exceeds most estimates of potential capacity, there has been no sign of intensifying inflationary pressures. The Federal Reserve lowered short-term interest rates between September and mid-November in reaction to tightening domestic credit conditions and to concerns over the implications of the global situation for the U.S. economy. However, after the surprising sharp expansion of final sales in the fourth quarter of last year and the first quarter of this year, most analysts have raised their forecasts for 1999. The rate of increase in real GDP, although it should remain fairly robust, is still expected to slow as spending on housing, consumer durables, and producers' equipment moderates to bring holdings of these assets more in line with underlying trends in income and output. Exports also fell back in the first quarter after very strong growth in the fourth quarter of 1998.

U.S. core inflation (which excludes food and energy prices) has been contained between 2 and 2.5 per cent. It is not expected to change significantly during 1999, since the past appreciation of the U.S. dollar and past declines in commodity prices should offset any upward pressures from excess demand in labour and product markets.

On balance, world commodity prices are expected to edge up during 1999, as excess global supplies gradually diminish.

Aggregate demand and supply in Canada

The anticipated U.S. slowdown and sluggish growth overseas will tend to limit the potential for growth in Canadian exports in 1999. In addition, Canadian shipments of commodities from high-cost sites may be cut back further until commodity prices recover significantly. Nonetheless, total export volumes should continue to register solid gains because of Canada's improved competitiveness.

U.S. output growth is expected to ease

U.S. core inflation remaining largely unchanged

Commodity prices should edge up

Exports by Canadian producers should register solid gains.

This improved competitive position should also prompt Canadian businesses and consumers to substitute domestic products for their foreign counterparts. This, combined with the small projected increase in spending on import-intensive components of domestic demand, should cause import growth to decline.

Indeed, in the past, persistent movements in the real exchange rate have generally led to considerable change in real net exports, though with variable lags. Thus, the substantial depreciation of the Canadian dollar against the U.S. dollar since late 1997, combined with Canada's good price and cost performance relative to its trading partners, augurs well for significant gains in real net exports in 1999 (Technical Box 3).

Business investment is expected to grow modestly during 1999. The latest survey of investment intentions, conducted by Statistics Canada in late 1998 and early 1999, calls for a small decline in business investment this year. Oil and gas firms, pressed by a sharp reduction in cash flow caused by the downturn in energy prices, were planning further cuts in capital spending. Initial investment intentions, however, are often substantially revised later in the year. This could quite likely happen this year, given that the survey was begun in October when global financial markets were still very turbulent. As well, recent measures of business confidence have rebounded strongly. There is also some question about the impact of measures to resolve the year-2000 problem. Firms are likely to have undertaken most of their planned investment in computerized machinery and equipment in the first half of this year.

Early in 1999, growth in household spending showed signs of recovery from its sluggish year-end pace. This is expected to continue, given gains in employment, further improvement in consumer confidence, and lower income tax rates by mid-year. These effects may be tempered, however, by efforts to rebuild savings. Domestic demand should also be boosted this year by the provisions of the February 1999 federal budget, which suggest a marked pickup in health-related government spending.

Overall, in this period of relative uncertainty, any forecasts of economic growth have been subject to significant and frequent revision. Recently, most forecasters have upgraded their outlook for Canadian economic growth in 1999 in reaction to the momentum in the U.S. economy, rising domestic full-time employment, and a calmer international financial climate. The latest consensus among private sector forecasters for the growth of real GDP (on an annual average basis) is 2.8 per cent in 1999. The Bank, for

Import growth should slow.

Business investment is expected to moderate . . .

. . . while household spending should continue to recover

Technical Box 3

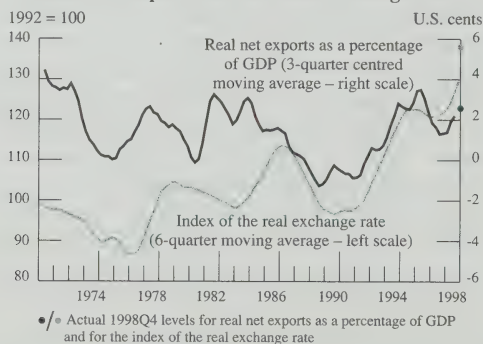
Real Net Exports and Growth

The real trade balance (the difference between the volumes of exports and imports) evolves in response to two main factors: differences in the cyclical positions of trading partners and changes in cost or price competitiveness (i.e., the real exchange rate). In 1998, as through much of the 1990s, a higher rate of economic activity in the United States than in Canada stimulated real net exports to the United States. In contrast, stronger growth in Canada than in East Asia has contributed to a sharp increase in real net imports from this region since 1997.

Trade flows respond fairly quickly to changes in economic activity. However, the speed of their response to changes in the real exchange rate depends on how long firms expect these changes to last. Changes in the value of the Canadian dollar that are expected to persist encourage firms to incur the costs necessary to create or adapt products, increase capacity, and develop new markets in the hope of profitably expanding exports or displacing imports. Since 1971, considerable changes in real net exports have followed broad movements in the real trade-weighted exchange rate,¹ although the length of the lags and the size of the overall response have varied. Thus, the decline in the Canadian dollar over the past 18 months in response to weakness in world commodity prices, together with expectations that this movement is unlikely to reverse completely for some time, bodes well for significant gains in real net exports in 1999.

The rate of capacity utilization in the tradables sector could, in principle, affect the speed of the response to changes in the real exchange rate. New capacity has recently been coming on stream in the manufacturing sector, especially in the automotive industry, accompanied by substantial gains in employment. Thus, there appears to be room for a continuing expansion in production and net exports.

Real Net Exports and the Real Exchange Rate



1. A weighted average of the GDP deflators in the G-7 countries (excluding Canada) relative to the GDP deflator in Canada, all expressed in the same currency. A rise in the index of the real exchange rate indicates an improvement in Canadian price competitiveness.

similar reasons, has also raised its projection by one-half of a percentage point to a range of $2\frac{3}{4}$ to $3\frac{3}{4}$ per cent.⁶ The strength of this projection, relative to the consensus outlook, depends primarily on a stronger response of net exports (i.e., higher exports and lower imports) to current levels of competitiveness than is incorporated in most private sector forecasts. In 2000, the Bank expects the economy to expand at a similar pace to that of 1999, whereas, the latest consensus forecast calls for growth of only 2.3 per cent.

In the Bank's projection, increases in aggregate demand would imply that the margin of unused capacity (estimated by the Bank using its traditional techniques) would be absorbed over the next four to six quarters. However, because of the uncertainties surrounding these current estimates (Technical Box 4), the Bank will need to place increasing weight on a number of other indicators of pressures on production capacity and inflation.

Temporary factors affecting inflation

Variations in the value of the Canadian dollar affect consumer prices with lags that depend partly upon market conditions. Thus, past exchange rate movements are expected to continue to put some upward pressure on consumer prices this year. At the same time, the exceptional rate of price declines for long-distance telephone service and computer products should soon slow. These developments should result in slight upward pressure on core inflation through 1999.

The most recent marked gains in crude oil prices are also expected to put upward pressure on the total CPI in coming months.

Cost control

Wage increases are likely to be moderate through 1999, owing to both low price inflation and continued excess supply in the labour market. Since productivity gains are expected to pick up somewhat, the rate of increase in unit labour costs should be quite low.

Output growth of $2\frac{3}{4}$ to $3\frac{3}{4}$ per cent is expected for 1999.

Price-level effects from the depreciation of the Canadian dollar will temporarily add to measured inflation . . .

. . . while increases in unit labour costs should be low.

6. Last November, the private sector consensus forecast for real growth in 1999 was 2.2 per cent, while the Bank projected a range of $2\frac{1}{4}$ to $3\frac{1}{4}$ per cent.

Technical Box 4

Uncertainty in Estimating the Output Gap: Implications for Monetary Policy

The output gap—the difference between the observed level of demand and the economy's potential to produce—has an important influence on inflation. When using the output gap to predict future inflation, however, two problems must be kept in mind: first, potential output cannot be measured directly and, second, assessing the effects of various influences on its evolution is correspondingly difficult.

Potential output is the level of goods and services that can be produced without adding to inflation pressures. It is not directly observable. Movements in its level can be inferred, however, from the movements of certain variables that *are* directly observable, such as labour force participation rates, labour productivity, and inflation. Because this inference is imprecise, estimates of potential output are subject to regular review as additional data become available, or as existing data are revised. For example, the lower-than-expected labour force participation rate in recent years suggests that past estimates of potential output and, hence, the level of excess supply, may have been overstated. Statistics Canada's recent revisions to its estimates of gross domestic product could also be interpreted as suggesting somewhat lower levels of excess supply.

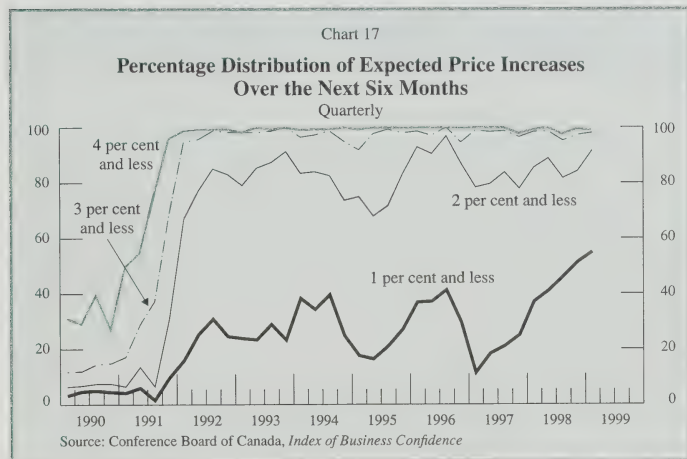
Canada's recent inflation performance, however, does not support these interpretations. This raises the possibility that potential output may be larger than had been estimated. Factors that may have affected the estimates include the sustained period of low inflation; the large investments in technology and in machinery and equipment; and various policy measures that increased flexibility in product and labour markets (such as reforms to employment insurance, the end to large increases in overall payroll taxes, and deregulation of markets). With these changes, the economy appears to be better able to sustain higher levels of employment without increased inflation or rising inflation expectations. While these factors are probably increasing the level of potential output—our estimate has been adjusted slightly—the timing and magnitude of the increases are difficult to gauge.

Because of such uncertainties, point estimates of the level of potential output and of the output gap should be viewed cautiously. This has particular significance when the output gap is believed to be narrow and when inflation expectations are adequately anchored. In this situation, to keep inflation in the target range, policy-makers may have more success by placing greater weight on the economy's inflation performance relative to expectations and less on the point estimate of the output gap. If excess supply is thought to be diminishing, but underlying inflation remains low relative to the target and to expectations, policy-makers may not need to react as quickly as in the past to surprise increases in aggregate demand. In addition, all useful indicators of pressures on capacity and on inflation should be monitored to see if potential output is higher than anticipated. These would include prices, costs, monetary aggregates, and credit aggregates, as well as information on bottlenecks affecting supply.

Measures of inflation expectations

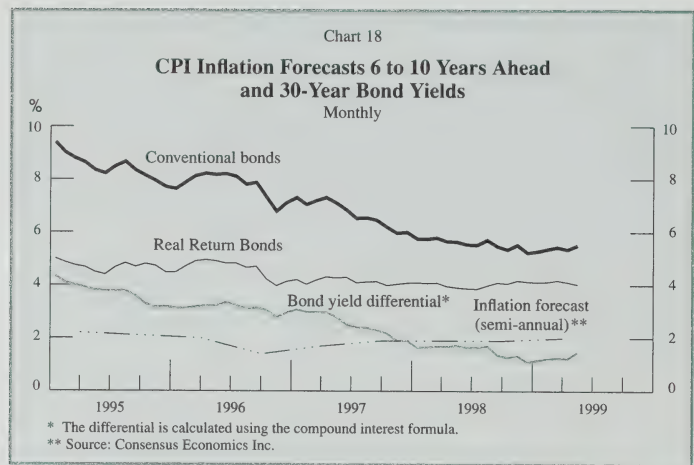
Expectations of inflation are influenced both by recent developments in inflation and by the credibility of the Bank's inflation-control strategy. In the regular survey reported in the Conference Board's spring *Index of Business Confidence*, 92 per cent of respondents expected inflation to be 2 per cent or less over the near term (Chart 17). Over the last two years, an increasing percentage of respondents have been looking for inflation of 1 per cent or less. The average private sector forecast for CPI inflation, as reported by Consensus Economics Inc., is 1.1 per cent in 1999 and 1.6 per cent in 2000. Forecasts of long-term inflation are at the midpoint of the inflation-control target range (Chart 18).

Expectations for longer-term inflation are still well within the target range.



The yield differential between conventional long-term government bonds and Real Return Bonds has been declining for four years and recently hit a record low of 1 per cent (Chart 18). This indicates a high level of confidence among long-term investors that inflation will remain low.⁷

7. The yield differential between conventional long-term government bonds and Real Return Bonds should not be taken as a precise estimate of the expected rate of inflation because it is also affected by differences in secondary market liquidity and by shifting portfolio needs and investor preferences.



Monetary indicators

After moderate growth in the fourth quarter, M1 increased strongly in early 1999.

Narrow money growth slowed in the fourth quarter of 1998 (Chart 19).⁸ This resulted partly from the higher interest rates on other assets, which would have attracted funds from transactions-type balances. Also, with the increased aversion to risk in credit markets last autumn, credit extended to businesses slowed. Some firms, facing a reduced supply of credit, may have been obliged to run down existing stocks of cash balances to finance their outlays. As interest rates settled down and conditions in the financial sector stabilized, the growth of both business credit and M1 picked up in the first quarter of 1999.

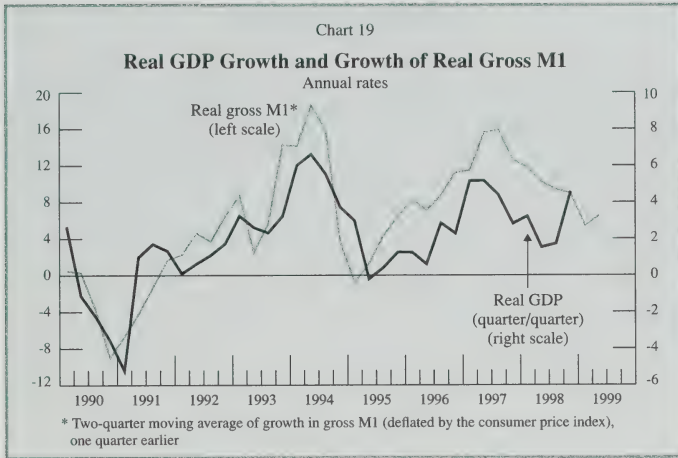
On the basis of historical relationships, the recent rates of increase in M1 imply a growth rate of economic activity in the first half of 1999 of about 3 1/2 per cent.

The Bank's preferred measure of broad money, or holdings of liquid assets, is M2+.⁹ This very inclusive aggregate internalizes movements between deposits and mutual funds. These movements, which have been substantial over the past few years, have made the previous measures of broad money more difficult to

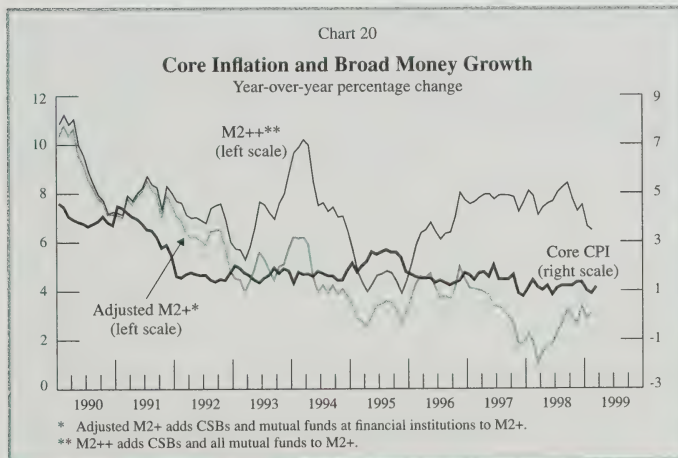
Growth of the broad monetary aggregates is consistent with inflation remaining low.

8. A technical note in the spring issue of the *Bank of Canada Review* describes new measures of transactions balances, M1+ and M1++. Recent changes in these aggregates parallel those in M1. In the same issue of the *Review*, Joseph Atta-Mensah and Loretta Nott discuss developments in the monetary aggregates more thoroughly.

9. This series is now regularly published in the *Bank of Canada Review*.



interpret. In particular, the huge shift from deposits into equity and bond mutual funds causes aggregates such as M2 and M2+ to understate the expansion of holdings of liquid assets. M2++ continues to grow at a rate between 7 and 8 per cent—a rate that has been maintained for several years (Chart 20). This is consistent with inflation remaining low in 1999.



Inflation projection

Core inflation is expected to increase over the next 18 months ...

Although inflation has been slightly lower than the Bank projected last November, over the next 18 months three factors are expected to continue to contribute to an increase in core inflation. First, temporary factors that have recently contributed to keeping core inflation low are expected to abate. In particular, the rapid decline in long-distance telephone rates and computer prices experienced over the past year is expected to slow. Second, the pass-through of the past depreciation of the Canadian dollar against the U.S. dollar will tend to raise prices, thus adding temporarily to the measure of inflation. And third, as activity in the economy approaches production capacity, inflation should move towards longer-term expectations.

... but remain in the lower half of the target range.

Nevertheless, the increase in core inflation is expected to occur only gradually for several reasons: slack in product and labour markets will be taken up slowly; increases in unit labour costs should remain low; expectations for inflation are slightly below 2 per cent; and competition may remain intense in many markets.

In summary, on the basis of a growth rate of GDP in the middle of the range of $2\frac{3}{4}$ to $3\frac{3}{4}$ per cent and assuming that the Bank's estimates of the output gap are broadly correct, core inflation should rise gradually over the course of the next 18 months but remain in the lower half of the target range.

5. CONCLUSIONS

During the past six months, the outlook for the world economy and for Canada has become more positive. The turbulence that characterized international markets last autumn has subsided, investor confidence is being restored, and the U.S. economy has been remarkably robust.

Hence, most projections for the Canadian economy have been revised upwards. The Bank is now looking for a rate of economic expansion between $2\frac{3}{4}$ and $3\frac{3}{4}$ per cent in 1999 and a similar pace in 2000. This projection implies that the *estimated* margin of unused capacity would be absorbed during this period, with growth at the upper end of the range moving the economy towards its production capacity at a faster rate.

Based on this projection, the Bank anticipates that core inflation in Canada will gradually move up over the next year and a half, but remain in the lower half of the Bank's inflation-control target range.

The risks to this outlook for the economy and inflation appear to be balanced. The conditional nature of the projection must still be stressed, however, since significant uncertainties remain. A leading risk to the world economic outlook revolves around the divergent economic performances of the major industrial countries.

On the domestic side, there is the uncertainty regarding estimates of the capacity of the Canadian economy to produce goods and services and thus of the margin of unused capacity. This means that the Bank must place increasing weight on a range of indicators to assess the degree of pressure on the economy's production capacity. These indicators would include inflation relative to expectations, the growth of money and credit, wage settlements, evidence of supply bottlenecks, and information provided by the Bank's regional representatives.

*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
Gordon Thiessen, Bernard Bonin, Charles Freedman, Paul Jenkins,
Tim Noël, and Sherul Kennedy*

BIBLIOGRAPHY

- Atta-Mensah, Joseph and Loretta Nott. 1999. "Recent developments in the monetary aggregates and their implications." *Bank of Canada Review* (Spring): 5-19.
- Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3-21.
- _____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3-23.
- _____. 1993-1994. "Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on monetary policy objectives." *Bank of Canada Review* (Winter): 85-86.
- _____. 1998. "Inflation-Control Targets Extended." Press release (24 February). *Bank of Canada Review* (Spring): 85-87.
- _____. 1999. "Publication of new monetary aggregates." *Bank of Canada Review* (Spring): 67-68.
- Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa: Public Works and Government Services Canada.
- Conference Board of Canada. 1999. *Index of Business Confidence* (Spring).
- _____. 1999. *Index of Consumer Attitudes* (Spring).
- Consensus Economics Inc. 1991-1999. *Consensus Forecasts*. Various issues.
- International Monetary Fund. 1998. *World Economic Outlook and International Capital Markets*. Washington, D.C.: IMF (December).
- Lafrance, Robert and Zahir Antia. 1998-1999. "Technical note: A new trade-weighted exchange rate index for Canada." *Bank of Canada Review* (Winter): 125-26.

BIBLIOGRAPHIE

- Atta-Mensah, Joseph et Loretta Nott (1999). « L'évolution récente des agrégats monétaires et son incidence », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 5-19.
- Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 3-21.
- _____. (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-23.
- _____. (1993-1994). « Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 85-86.
- _____. (1998). « Prolongation de l'application des cibles de maîtrise de l'inflation », communiqué du 24 février, *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 85-87.
- _____. (1999). « Publication de données relatives à de nouveaux agrégats monétaires », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 67-68.
- Canada, Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.
- Conference Board du Canada (1999). *Indice de confiance des entreprises*, printemps.
- _____. (1999). *Indice des attitudes des consommateurs*, printemps.
- Consensus Economics Inc. (1991-1999). *Consensus Forecasts*, divers numéros.
- Fonds monétaire international (1998). *Perspectives de l'économie mondiale et Marchés internationaux de capitaux*, Washington (D. C.), FMI, décembre.
- Lafrance, Robert et Zahir Antia (1998-1999). « Note technique : Un nouvel indice pondéré des cours du dollar canadien », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 125-126.

5. CONCLUSIONS

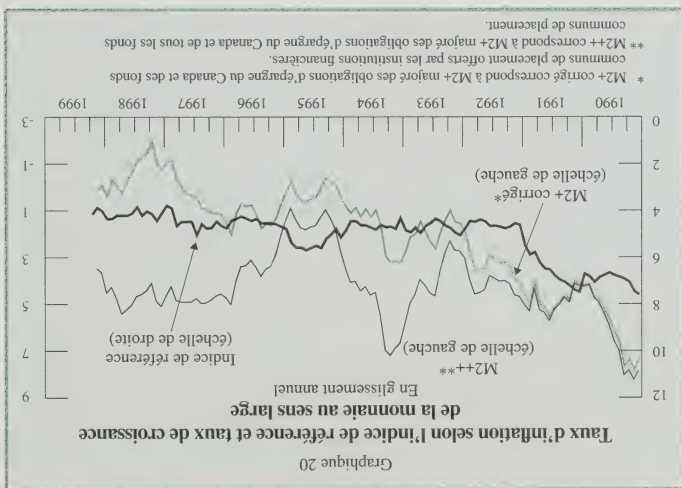
Au cours des six derniers mois, les perspectives de l'économie mondiale et de l'économie canadienne sont devenues plus encourageantes. Les turbulences qui ont secoué les marchés internationaux l'automne dernier se sont atténuées, les investisseurs reprennent confiance et l'économie américaine affiche une tenue remarquable. Aussi la plupart des projections économiques pour le Canada ont-elles été révisées à la hausse. La Banque prévoit maintenant un taux de croissance se situant à l'intérieur d'une plage de 2 3/4 à 3 3/4 % en 1999 et un rythme d'expansion similaire en l'an 2000. Cette prévision implique que la marge *estimée* de capacités inutilisées sera absorbée d'ici la fin de l'année prochaine et que si la croissance atteint la limite supérieure de cette plage, l'économie s'approchera plus rapidement des limites de sa capacité de production.

Sur la foi de cette prévision, la Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence progresse graduellement au Canada au cours des dix-huit prochains mois, mais qu'elle demeurera dans la moitié inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation qu'elle vise.

Les probabilités d'une évolution de l'économie et de l'inflation plus favorable ou moins favorable que prévu semblent s'équilibrer. Toutefois, il y a lieu d'insister de nouveau sur le caractère hypothétique des projections, étant donné l'incertitude considérable qui persiste. L'un des principaux risques pesant sur les perspectives de l'économie mondiale tient à la disparité qui existe entre la tenue économique respective des grands pays industriels.

Au pays, les estimations de la capacité de l'économie de produire des biens et des services et, par conséquent, de la marge de capacités inutilisées sont incertaines. C'est pourquoi la Banque doit accorder une importance accrue à l'évolution d'un ensemble d'indicateurs susceptibles de la renseigner sur le degré des pressions qui s'exercent sur la capacité de production de l'économie. Elle doit notamment surveiller le taux d'inflation observé par rapport au taux attendu, l'expansion de la monnaie et du crédit, les accords salariaux et les signes de goulots d'étranglement du côté de l'offre, tout en tenant compte des renseignements fournis par ses représentants régionaux.

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Gordon Thiessen, Bernard Borin, Charles Friedman, Paul Jenkins, Tim Noël et Sheryl Kennedy.



Les prévisions relatives à l'inflation

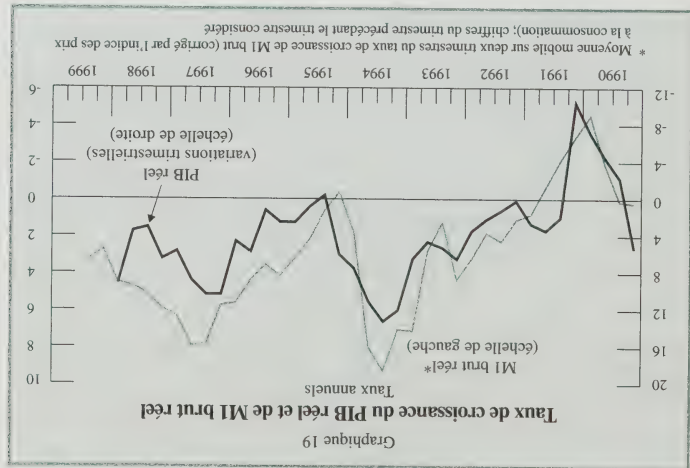
L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait augmenter au cours des dix-huit prochains mois...

L'inflation a été un peu plus faible que la Banque ne l'avait prévu en novembre dernier, mais trois facteurs devraient encore contribuer au cours des dix-huit prochains mois à faire augmenter l'inflation mesurée par l'indice de référence. Premièrement, l'incidence des facteurs temporaires ayant concouru récemment à maintenir cette mesure de l'inflation à un bas niveau devrait s'atténuer. On s'attend notamment à un ralentissement du fort mouvement de baisse que connaissent les tarifs des appels interurbains et les prix des ordinateurs depuis un an. Deuxièmement, l'effet de la dépréciation passée du dollar canadien par rapport à la devise américaine poussera les prix à la hausse, ce qui viendra renforcer temporairement l'inflation mesurée par l'indice de référence. Et troisièmement, à mesure que le niveau de l'activité se rapprochera des limites des capacités de production, le taux d'inflation observé devrait tendre vers le taux d'inflation attendu à long terme.

Toutefois, l'inflation mesurée par l'indice de référence ne devrait remonter que lentement, et ce, pour plusieurs raisons : les capacités de production excédentaires et les ressources inutilisées sur le marché du travail ne seront absorbées que peu à peu, les hausses des coûts unitaires de main-d'œuvre devraient demeurer faibles, le taux d'inflation attendu est légèrement inférieur à 2 %, la concurrence pourrait rester vive sur de nombreux marchés.

En somme, en tablant sur un taux de croissance du PIB qui se situerait au milieu de la fourchette de 2 3/4 à 3 3/4 % et en supposant que ses estimations relatives à l'écart de production sont assez exactes dans l'ensemble, la Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait s'accroître graduellement au cours des dix-huit prochains mois, mais se maintenir dans la moitié inférieure de la fourchette cible.

... mais demeurer dans la moitié inférieure de la fourchette cible.



pour financer leurs dépenses d'investissement. Les taux d'intérêt se repliant et la situation du secteur financier s'étant stabilisée, la croissance des crédits aux entreprises et de M1 s'est accélérée au premier trimestre de 1999.

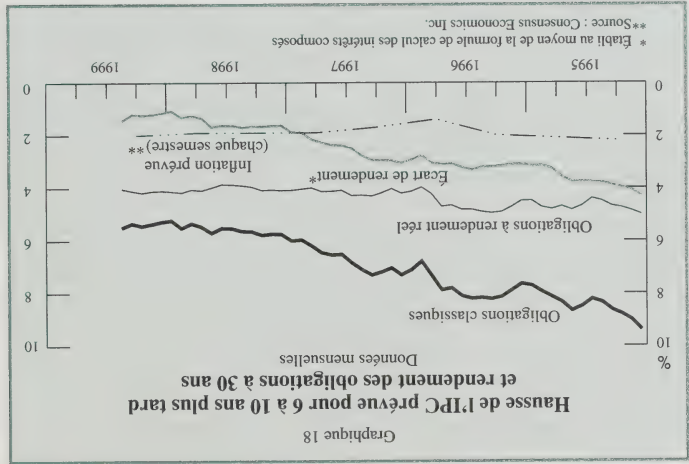
Sur la foi des relations statistiques observées dans le passé, on estime que l'évolution récente de M1 laisse entrevoir un taux d'accroissement de l'activité économique d'environ 3 1/2 % au premier semestre de 1999.

La mesure de la monnaie au sens large, ou des avoirs liquides, prend un très grand nombre de composantes, n'est pas touché par les déplacements de fonds entre les dépôts et les fonds communs de placement. Ces déplacements, qui ont été considérables au cours des dernières années, ont rendu les mesures de la monnaie au sens large utilisées antérieurement plus difficiles à interpréter. En particulier, le transfert massif de capitaux qui s'est opéré des dépôts vers les fonds communs d'actions et d'obligations porte des agrégats comme M2 et M2+ à sous-évaluer l'expansion des avoirs liquides. M2+ continue de progresser, comme c'est le cas depuis plusieurs années, à un taux variant entre 7 et 8 % (Graphique 20), ce qui est compatible avec le maintien de l'inflation à de bas niveaux en 1999.

9. Cette série est maintenant publiée dans la Revue de la Banque du Canada.

L'expansion des agrégats monétaires au sens large cadre avec le maintien de l'inflation à de bas niveaux.

L'écart de rendement entre les obligations classiques à long terme et les obligations à rendement réel du gouvernement n'a cessé de s'amenuiser depuis quatre ans et a touché récemment un creux record de 1 % (Graphique 18). Ce repli montre que les investisseurs qui effectuent des placements à long terme croient fermement que l'inflation demeurera faible⁷.



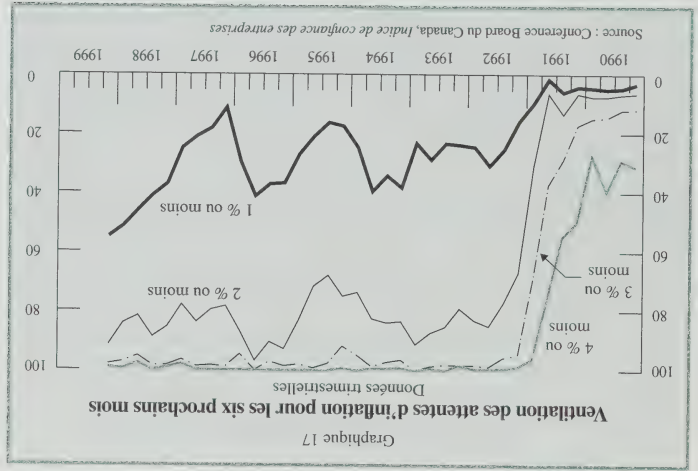
Les indicateurs monétaires

Le taux de croissance de la masse monétaire au sens étroit a ralenti au quatrième trimestre de 1998 (Graphique 19)⁸. Ce ralentissement s'explique en partie par les taux d'intérêt plus élevés dont sont assortis certains actifs qui auraient attiré des fonds tenus auparavant sous forme d'encaissements de transaction. En outre, l'aversion plus forte pour le risque affichée sur les marchés du crédit l'automne dernier s'est traduite par une diminution du financement aux entreprises. Face au resserrement de l'offre de crédits, certaines d'entre elles pourraient avoir été forcées de réduire leurs encaissements de transaction

7. On ne doit pas considérer l'écart de rendement entre les obligations classiques à long terme et les obligations à rendement réel comme une estimation précise du taux d'inflation attendu, car il est influencé également par les variations de la liquidité sur le marché secondaire et par les préférences et les besoins changeants des investisseurs en ce qui concerne la composition de leur portefeuille.

8. Une note technique publiée dans la livraison de ce printemps de la *Revue de la Banque du Canada* présente de nouvelles mesures des encaissements de transaction, les agrégats M1+ et M1++. L'évolution récente de la croissance de ces agrégats a été sensiblement comparable à celle de M1. Dans la même livraison de la *Revue*, Joseph Atta-Mensah et Loretta Nott analysent en profondeur le comportement des agrégats monétaires.

Après avoir enregistré une croissance modérée au quatrième trimestre, M1 s'est fortement accéléré au début de 1999.



Les attentes relatives à l'inflation sont influencées à la fois par l'évolution récente de l'inflation et par la crédibilité accordée à la stratégie de maîtrise de l'inflation de la Banque. Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board sur la confiance des entreprises canadiennes qui ont été publiés au printemps révèlent que 92 % des répondants s'attendaient à ce que l'inflation se situe à 2 % ou moins à court terme (Graphique 17). Ces deux dernières années, le nombre de répondants qui pensaient que l'inflation serait égale ou inférieure à 1 % est allé en augmentant. Selon les prévisions du secteur privé recueillies par Consensus Economics Inc., le taux d'inflation mesuré par l'IPC global devrait s'établir en moyenne à 1,1 % en 1999 et à 1,6 % en l'an 2000. Les projections à plus long terme se situent au point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation (Graphique 18).

La mesure des attentes relatives à l'inflation

Compte tenu du bas niveau de l'inflation et de la persistance d'une offre excédentaire sur le marché du travail, les hausses salariales devraient être modérées en 1999. On prévoit aussi que le taux d'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre sera très faible, grâce à la légère reprise attendue des gains de productivité.

La maîtrise des coûts

... alors que le taux d'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait être faible.

Le taux d'inflation attendu à long terme se situe toujours nettement à l'intérieur de la fourchette cible.

Note technique 4

Implications pour la politique monétaire
de l'incertitude entourant l'estimation de l'écart de production

L'écart de production, soit la différence entre le niveau observé de la demande et le potentiel de production de l'économie, a une importante incidence sur l'inflation. L'emploi de cet écart aux fins de prévision de l'inflation soulève cependant deux problèmes : i) la production potentielle ne peut être mesurée directement; ii) il est par conséquent difficile d'évaluer l'effet des divers facteurs qui influencent son évolution.

La production potentielle désigne la quantité de biens et de services que l'économie peut générer sans attiser les tensions inflationnistes. Elle ne peut être observée directement. Les variations de son niveau peuvent être déduites de l'évolution de certaines variables qu'elles, sont directement observables, telles que le taux d'activité, la production du travail et l'inflation. Parce que ces déductions sont imprécises, les estimations de la production potentielle doivent être réexaminées à intervalles réguliers, au fur et à mesure que sont publiés de nouvelles données ou des chiffres révisés. Par exemple, le niveau plus faible prévu du taux d'activité depuis quelques années donne à penser que la production potentielle et, partant, le niveau de l'offre excédentaire ont pu être surestimés dans le passé. Les révisions apportées récemment par Statistique Canada à ses estimations du produit intérieur brut pourraient aussi être interprétées comme une indication que l'offre excédentaire se situe à des niveaux un peu moins élevés.

En revanche, la tenue récente de l'inflation au Canada ne corrobore pas ces interprétations. Il se pourrait que la production potentielle soit supérieure aux estimations antérieures. Au nombre des facteurs ayant pu influencer ces estimations, il faut compter la période prolongée de faible inflation; les investissements importants effectués dans la technologie et en matériel; diverses mesures de politiques ayant eu pour résultat d'accroître la flexibilité des marchés des produits et du travail (comme la réforme de l'assurance emploi, la fin des fortes hausses des charges sociales des employeurs et la déréglementation des marchés). Grâce à ces modifications, l'économie semble mieux à même de soutenir des niveaux d'emploi plus élevés sans qu'il y ait une recrudescence de l'inflation ou un renforcement des attentes relatives à l'inflation. Il est probable que ces facteurs aient pour effet d'augmenter le niveau de la production potentielle — note estimation a d'ailleurs été légèrement corrigée en conséquence — mais le moment précis et la taille des augmentations sont difficiles à évaluer.

En raison de toutes ces incertitudes, les estimations ponctuelles du niveau de la production potentielle et de l'écart de production doivent être interprétées avec prudence. Cette mise en garde vaut tout spécialement lorsque l'écart de production est présumé faible et que les attentes du public relativement à l'inflation sont bien ancrées. En pareil cas, les autorités réussissent peut-être mieux à maintenir l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible si elles accordent plus de poids à la tenue de l'inflation par rapport aux attentes et moins d'importance à leur estimation ponctuelle de l'écart de production. Si elles estiment que l'offre excédentaire diminue par exemple, mais que elles n'auront peut-être pas à réagir à faible par rapport au taux visé et au taux attendu, elles n'auront peut-être pas à réagir à des augmentations imprévues de la demande globale aussi promptement que dans le passé. De plus, les autorités devront suivre l'évolution de tous les indicateurs pouvant renseigner sur les pressions s'exerçant sur les capacités de production et sur l'inflation afin de déterminer si la production potentielle est supérieure aux prévisions. Au nombre de ces indicateurs figurent les prix, les coûts, les agrégats de la monnaie et du crédit ainsi que tout renseignement relatif aux goulets d'étranglement limitant l'offre.

déployés par les particuliers pour reconstituer leur épargne. L'injection substantielle de fonds dans le secteur de la santé, annoncée en février dernier lors de la présentation du budget du gouvernement canadien, devrait également contribuer à stimuler la demande intérieure.

En cette période de relative incertitude, les projections concernant la croissance économique ont fait l'objet de corrections fréquentes et importantes. Dernièrement, la plupart des prévisionnistes ont revu à la hausse leurs estimations du rythme de l'activité économique au Canada en 1999 à la lumière du dynamisme de l'économie américaine, de la progression des emplois à plein temps au pays ainsi que de l'amélioration du climat financier international. Selon les plus récentes prévisions du secteur privé, la croissance du PIB réel (en moyenne annuelle) sera de 2,8 % cette année. La Banque a elle aussi, pour des raisons semblables, majoré ses projections, les relevant d'un demi-point de pourcentage; elle anticipe maintenant une croissance de l'ordre de 2 3/4 à 3 3/4 %⁶. Cette hypothèse repose essentiellement sur une réaction plus vive des exportations nettes aux niveaux actuels de la compétitivité (soit des volumes plus élevés d'exportations et plus faibles d'importations) que celle retenue par la plupart des prévisionnistes du secteur privé. La Banque s'attend à ce que l'économie continue de croître en l'an 2000 à une cadence avoisinant celle projetée pour 1999, alors que les dernières prévisions du secteur privé font état d'une croissance de 2,3 % seulement.

Selon les projections de la Banque, une augmentation de la demande globale signifierait que la marge de capacités inutilisées (estimée à l'aide des techniques traditionnelles) serait absorbée au cours des quatre à six prochains trimestres. Toutefois, compte tenu de l'incertitude entourant les estimations actuelles (Note technique 4), la Banque devra accorder de plus en plus d'importance à un certain nombre d'indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production et sur l'inflation.

Les facteurs temporaires qui influent sur l'inflation

Le degré de rapidité avec lequel les variations du cours du dollar se répètent sur les prix à la consommation dépend en partie des conditions du marché. On s'attend donc à ce que les mouvements passés du taux de change continuent d'exercer des pressions à la hausse sur les prix à la consommation cette année. Parallèlement, la baisse exceptionnelle des tarifs des appels interurbains et des prix des ordinateurs devrait bientôt marquer le pas. Ces facteurs devraient concourir à une légère remontée de l'inflation mesurée par l'indice de référence en 1999.

L'augmentation sensible qu'ont accusée récemment les prix du pétrole brut devrait aussi faire pression à la hausse sur le taux d'accroissement de l'IPC global durant les mois à venir.

6. En novembre dernier, les prévisionnistes du secteur privé tablaient sur une croissance du PIB réel en 1999 de l'ordre de 2,2 %, alors que la Banque prévoyait qu'elle serait de 2 1/4 à 3 1/4 %.

L'incidence sur le niveau des prix de la baisse du dollar canadien viendra gonfler temporairement l'inflation mesurée...

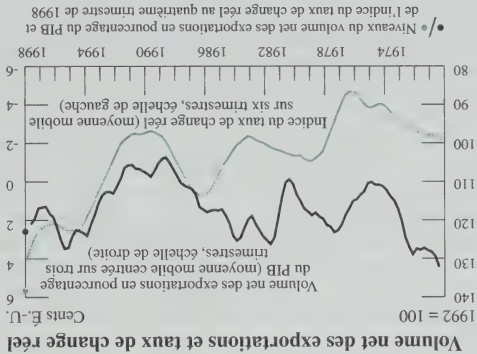
On estime que la croissance de la production sera de l'ordre de 2 1/4 à 3 1/4 % en 1999.

Note technique 3 Le volume net des exportations et la croissance

L'évolution du solde commercial en termes réels (la différence entre le volume des exportations et celui des importations) dépend principalement de deux facteurs : la différence entre les positions conjoncturelles respectives des partenaires commerciaux et l'évolution de la compétitivité au chapitre des coûts ou des prix (c.-à-d. le taux de change réel). En 1998, tout comme durant la majeure partie des années 1990, le niveau supérieur de l'activité économique chez nos voisins du sud a stimulé l'essor du volume net de nos exportations vers les États-Unis. Par contre, le volume net de nos importations en provenance de l'Asie de l'Est a augmenté depuis 1997 notamment parce que notre économie a progressé plus rapidement que celles de cette région.

Le commerce extérieur réagit assez rapidement aux fluctuations de l'activité économique. Toutefois, la vitesse de sa réaction aux mouvements du taux de change réel dépend de l'opinion des entreprises sur la persistance de ces mouvements. Les variations du taux de change jugées persistantes encouragent les entreprises à investir dans la création ou l'adaptation de produits, l'augmentation de leur capacité de production et la recherche de nouveaux débouchés dans l'espoir d'accroître leurs exportations ou de substituer leurs propres produits aux biens importés. Depuis 1971, les variations générales du taux de change réel pondéré par les échanges commerciaux ont été suivies de mouvements de grande amplitude du volume net des exportations, encore que la rapidité et la vigueur avec lesquelles les exportations réagissaient aient été variables. La dépréciation que le dollar canadien a connue durant les dix-huit derniers mois a causé de la faiblesse des cours mondiaux des produits de base, ainsi que le fait qu'on s'attend à ce que ce mouvement de baisse mette un certain temps à s'inverser totalement, laisse présager une forte progression du volume net des exportations en 1999.

Le taux d'utilisation des capacités dans le secteur des biens faisant l'objet d'échanges internationaux pourrait en principe influencer sur la vitesse de la réaction aux variations du taux de change réel. De nouvelles capacités de production ont récemment été mises en service dans le secteur de la fabrication, en particulier dans l'industrie automobile, et des gains appréciables ont été réalisés au chapitre de l'emploi. Il semble donc que l'on puisse s'attendre à une poursuite de l'expansion de la production et des exportations nettes.



1. Moyenne pondérée des indices implicites des prix du PIB dans les pays du Groupe des Sept, à l'exception du Canada, comparée à l'indice implicite du Canada (tous les indices sont exprimés en une même monnaie). Une hausse de l'indice du taux de change réel signifie une amélioration de la compétitivité du Canada au chapitre des prix.

La demande et l'offre globales au Canada

La décélération prévue de la croissance aux États-Unis et la morosité attendue de l'activité économique outre-mer auront tendance à limiter le potentiel de progression des exportations canadiennes en 1999. De plus, les expéditions de produits de base provenant d'exploitations au Canada dont les coûts de production sont élevés pourraient encore diminuer d'ici à ce que les produits de base renchérisse de façon notable. Néanmoins, les exportations en volume devraient continuer d'afficher de solides gains grâce à la compétitivité accrue du Canada.

La compétitivité s'étant améliorée, les entreprises et les consommateurs canadiens devraient commencer à substituer des produits fabriqués ici aux produits étrangers correspondants. Cette substitution, combinée à la légère hausse prévue des dépenses au titre des importations, devrait donner lieu à une décélération de la croissance des importations.

De fait, par le passé, les variations persistantes du taux de change réel ont généralement eu une incidence considérable sur les exportations nettes en termes réels, quoique celle-ci se soit fait sentir après des délais variables. Par conséquent, la dépréciation substantielle du dollar canadien vis-à-vis de son pendant américain depuis la fin 1997, conjuguée à la bonne tenue que notre pays affiche sur le plan des prix et des coûts par rapport à ses partenaires commerciaux, laisse présager une augmentation sensible du volume des exportations nettes en 1999 (Note technique 3).

On s'attend à une croissance modeste des investissements des entreprises en 1999. La plus récente enquête de Statistique Canada sur les intentions d'investissement, laquelle a été menée à la fin de 1998 et au début de 1999, laisse entrevoir un léger recul des investissements des entreprises pour cette année. Les compagnies pétrolières et gazières, dont les liquidités avaient beaucoup diminué par suite de la chute des prix de l'énergie, envisageaient de nouvelles réductions de leurs dépenses d'investissement. Signalons toutefois que les intentions d'investissement exprimées en début d'année sont souvent fortement révisées en cours d'année. Ceci pourrait bien être le cas cette année étant donné que l'enquête a débuté en octobre, à un moment où les marchés financiers internationaux étaient encore très agités. De plus, les mesures récentes témoignent d'un net regain de confiance pour résoudre les problèmes liés au passage à l'an 2000 n'est pas nette. Il est probable que les entreprises effectueront le gros des investissements prévus au titre des machines et du matériel informatiques au cours du premier semestre de cette année.

Le rythme de croissance de la consommation des ménages, qui s'était révélé atone vers la fin de 1998, montrerait des signes d'accélération au début de 1999, et cette tendance devrait se maintenir à la faveur des gains réalisés au chapitre de l'emploi, d'une nouvelle amélioration de la confiance des consommateurs et d'un abaissement des taux d'imposition du revenu vers le milieu de l'année. Il se pourrait toutefois que l'effet de ces facteurs soit tempéré par les efforts

On s'attend à une forte progression des exportations canadiennes.

La croissance des importations devrait ralentir.

Les investissements des entreprises devraient progresser moins rapidement...

... alors que les dépenses des ménages devraient continuer de se redresser.

yen par rapport au dollar américain depuis août dernier et la hausse récente des taux d'intérêt à long terme freineront quelque peu la progression de la demande globale, une légère reprise pourrait avoir lieu l'année prochaine, particulièrement si la réforme du secteur bancaire se poursuit.

La relance observée dans les principaux pays européens, notamment en Allemagne et au Royaume-Uni, s'est considérablement ralentie depuis le milieu de 1998. Les prévisions relatives à la croissance des pays de la zone euro pour 1999 ont été révisées à la baisse, et les taux d'expansion projetés sont maintenant inférieurs au rythme de progression de la production potentielle; ceci traduit une dégradation des perspectives concernant les exportations vers les marchés émergents et les investissements des entreprises, lesquelles sont devenues plus pessimistes. Etant donné le bas niveau de l'inflation actuelle et anticipée, la Banque centrale européenne a réduit ses taux d'intérêt de 50 points de base au début d'avril. Cette mesure devrait contribuer à soutenir l'activité dans la zone euro au cours de la prochaine année.

Malgré la rapidité de l'expansion économique aux États-Unis, où les niveaux de production dépassent la plupart des estimations de la production potentielle, aucun signe d'intensification des pressions inflationnistes n'a été observé. La Réserve fédérale a abaissé les taux d'intérêt à court terme à quelques reprises entre septembre et la mi-novembre en réaction au resserrement des conditions internes du crédit et aux craintes suscitées par les retombées que la situation mondiale pourrait avoir sur l'économie américaine. Toutefois, compte tenu de l'essor étonnant enregistré par les ventes finales au quatrième trimestre de l'année dernière et au premier trimestre de cette année, la majorité des analystes ont révisé à la hausse leurs prévisions pour 1999. Bien que le taux d'accroissement du PIB réel devrait rester relativement robuste, on s'attend toujours à ce qu'il fléchisse par suite d'un tassement des dépenses consacrées au logement, aux biens de consommation durables et à l'outillage de production, ce qui ramènerait le volume de ces avoirs à un niveau plus compatible avec les tendances fondamentales du revenu et de la production. De même, le rythme de croissance des exportations, qui avait été très rapide au quatrième trimestre de 1998, s'est ralenti au premier trimestre de 1999.

L'inflation hors alimentation et énergie aux États-Unis a été contenue entre 2 et 2,5 %. Elle ne devrait pas varier de façon importante en 1999, car l'appréciation passée du dollar américain et le recul relatif des cours des produits de base compenseront vraisemblablement toute pression à la hausse émanant d'une demande excédentaire sur le marché du travail et celui des biens et services.

Somme toute, on prévoit que les cours internationaux des produits de base remonteront en 1999, à mesure que l'offre excédentaire sur les marchés mondiaux se contractera.

Les prix des produits de base devraient remonter.

... et le taux de l'inflation tendanciellement devrait demeurer plus ou moins le même.

Aux États-Unis, la croissance de la production devrait se ralentir...

Les flux de capitaux vers les marchés émergents

Note technique 2

La moyenne annuelle des flux de capitaux privés nets à destination des pays à marché émergent a été plus de dix fois supérieure durant la période 1990-1996 à ce qu'elle avait été durant la période 1984-1989, en raison de l'attrait exercé par la croissance économique rapide de ces pays et du désir des investisseurs de diversifier leurs avoirs. Cependant, de nombreux projets d'investissement de vaste envergure reposaient sur des assises économiques fragiles. En outre, l'engagement des gouvernements envers un taux de change fixe et les autres garanties implicites qu'ils offraient, de même que la perspective d'une aide d'urgence en cas de difficultés, accordée par des organismes internationaux tel le Fonds monétaire international (FMI), n'encourageaient pas les investisseurs à bien soupeser les risques. La crise financière en Asie a entraîné une fuite massive des capitaux. Alors qu'en 1996 les entrées nettes de capitaux privés avaient dépassé les 100 milliards de dollars E.-U. dans les économies émergentes de cette région, les sorties de capitaux ont freiné les 50 milliards en 1998.

Certains pays éprouvent encore de sérieuses difficultés à se procurer du financement. Cependant, l'évolution des rendements obligataires sur les marchés secondaires montre que les investisseurs font des distinctions entre pays. Par exemple, en Amérique latine, les plus fortes augmentations des rendements ont été enregistrées au Brésil et au Venezuela, tandis que les taux d'intérêt sont restés relativement stables en Argentine et au Mexique. Les marchés obligataire sud-coréen a été particulièrement agité, mais les rendements des obligations sont maintenant bien inférieurs à ce qu'ils étaient avant la dévaluation du rouble.

En 1999, les pays dont les titres présentent un risque de crédit « raisonnable » devraient être en mesure de faire appel aux marchés de capitaux internationaux. Certains pays à marché émergent ont conservé leur accès aux capitaux étrangers, mais les écarts de taux par rapport aux titres du gouvernement américain se sont creusés depuis un an; le Mexique, l'Argentine, la Corée du Sud et les Philippines, entre autres pays, ont réussi à placer des emprunts à l'étranger ces derniers temps.

Le FMI prévoit que les entrées nettes de capitaux augmenteront dans tous les pays à marché émergent en 1999, mais qu'elles demeureront bien en-deçà de la moyenne enregistrée entre 1990 et 1996 en raison de nouvelles sorties importantes de capitaux hors d'Asie.

Flux de capitaux privés nets vers les marchés émergents

(en milliards de dollars E.-U.)

	Moyenne 1984-1989	Moyenne 1990-1996	1996	1997	Estimation pour 1998	Prévision pour 1999
Asie	9,9	58,3	108,1	-15,1	-49,5	-38,1
Amériques	-0,2	46,1	81,7	88,3	73,6	75,3
Autres marchés émergents	2,9	37,2	25,0	44,6	45,4	52,5
Total	12,5	141,7	214,8	117,8	69,5	89,7

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale et Marchés internationaux des capitaux*

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

Lorsqu'elle analyse les perspectives d'évolution de l'inflation pour les deux années à venir, la Banque se concentre sur les principaux facteurs qui influent sur l'excédent, actuel et attendu, de l'offre ou de la demande globale. Elle examine aussi les indicateurs des attentes relatives à l'inflation et le rythme d'expansion de la masse monétaire. La Banque ne perd pas de vue que toute projection est forcément incertaine. C'est pourquoi elle étudie des scénarios de rechangement, où sont pris en compte les risques associés aux hypothèses qui sous-tendent ses prévisions, ainsi que les projections d'autres organismes.

La conjoncture internationale

La situation observée dans les pays à marché émergent, bien qu'encore précaire, s'est redressée au cours des six derniers mois. Le raffermissement a été particulièrement manifeste en Asie du Sud-Est, où des progrès notables ont été accomplis sur le plan de la stabilisation de l'économie. Au Brésil, les problèmes financiers se sont aggravés vers la fin de 1998, les investisseurs se préoccupant de plus en plus des déficits des finances publiques et de la balance courante de ce pays. Dernièrement, les conditions s'y sont nettement améliorées, grâce à l'instauration de politiques budgétaires rigoureuses et à l'adoption en mars du nouveau programme d'ajustement du FMI. D'autres États d'Amérique latine se sont ressentis des difficultés qu'éprouve le Brésil. Aussi les perspectives de croissance de cette région du globe pour 1999 ont-elles été révisées à la baisse.

Dans l'ensemble, les économies à marché émergent ont réalisé des progrès en mettant en œuvre des politiques financières appropriées, ce qui a contribué à apaiser les marchés financiers internationaux. La diminution que les primes de risque incorporées aux taux d'intérêt ont enregistrée depuis leur flambée de l'automne dernier témoigne du regain de confiance des marchés. Ces primes demeurent toutefois relativement élevées, et la situation dans certains pays inquiète encore les investisseurs. Le FMI s'attend à ce que l'embellie observée sur les marchés financiers entraîne en 1999 un accroissement des flux nets de capitaux privés vers les marchés émergents (Note technique 2).

Le climat économique mondial demeure néanmoins incertain. Les résultats économiques contrastants qu'affichent les grands pays industriels constituent un risque majeur. L'économie du Japon n'est pas sortie de son marasme, et l'activité s'est ralentie dans les principaux pays européens; à l'opposé, l'économie américaine a fait preuve d'une vigueur surprenante.

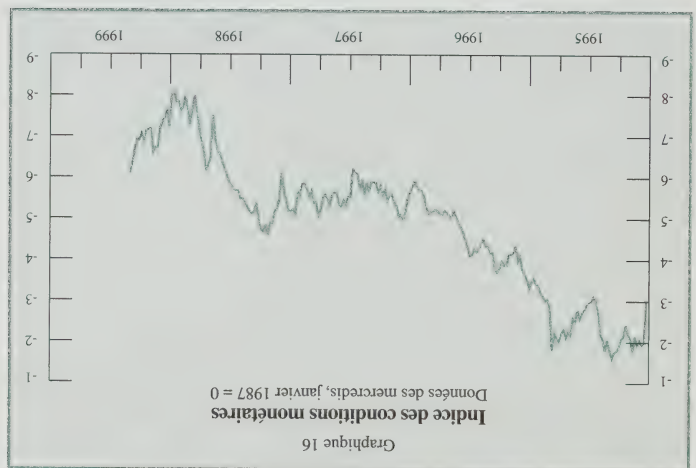
Au Japon, l'activité économique s'est fortement contractée en 1998, et ce pays devrait demeurer en récession durant la majeure partie de 1999, malgré l'adoption de nouvelles mesures budgétaires et monétaires expansionnistes. Même si l'appréciation que connaît le

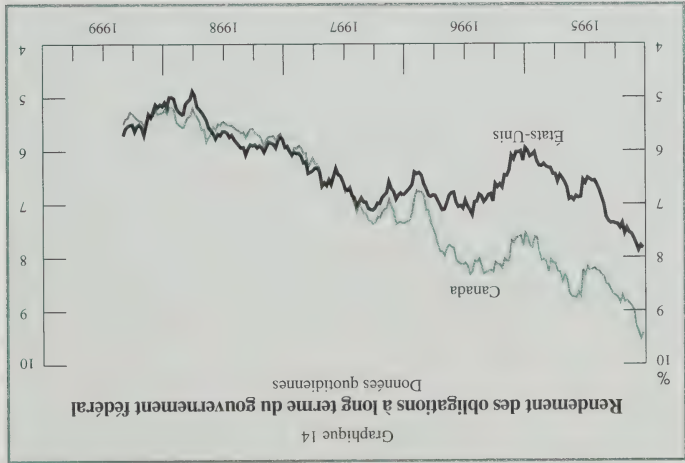
*L'amélioration de la
conjoncture dans les pays
à marché émergent...*

*... a contribué à apaiser
les marchés financiers.*

*La croissance vigoureuse
de l'économie américaine
contraste de façon
marquée avec la situation
économique au Japon et
en Europe.*

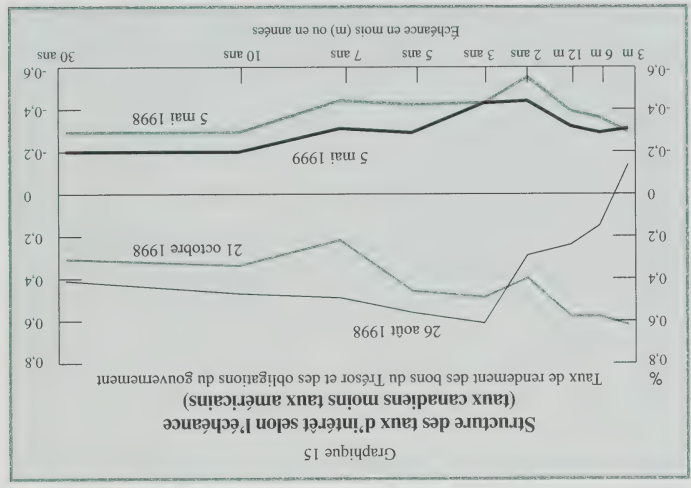
Comme on le prévoyait dans le *Rapport* de novembre 1998, l'indice des conditions monétaires (ICM) a continué d'être plutôt variable (Graphique 16), en raison principalement des fluctuations de l'indice du cours du dollar canadien pondéré en fonction des échanges commerciaux. L'ICM a généralement oscillé entre -8 et -7, l'appréciation de la monnaie et le recul des taux d'intérêt produisant des effets opposés. À la faveur du raffermissement de notre dollar, l'ICM a grimpé ces derniers temps pour s'établir près de -6.



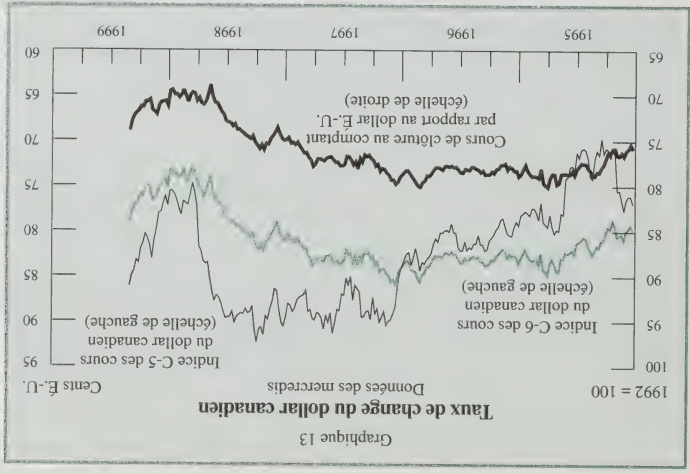


... et les écarts de taux
entre le Canada et les
Etats-Unis sont
devenus négatifs.

Le différentiel de taux entre les obligations canadiennes et américaines a considérablement diminué ces derniers temps. En fait, la hausse marquée des primes de risque enregistrée l'été dernier s'étant résorbée, les écarts sont redevenus négatifs (Graphique 15). Le fait que le taux d'inflation se soit maintenu à un bas niveau au Canada a favorisé cette réduction des écarts de rendement. Les taux d'intérêt du marché monétaire canadien ont aussi baissé, et ils sont actuellement



L'Amérique du Nord et des grands pays d'outre-mer. Compte tenu du fait que notre monnaie s'est aussi raffermie par rapport à la devise américaine, l'indice pondéré C-6 des cours du dollar canadien établi par la Banque a augmenté (Graphique 13)⁵.



Après avoir enregistré une brusque remontée au moment de l'éclatement de la crise en Russie en août dernier, les taux de rendement des obligations canadiennes sont redescendus à des niveaux exceptionnellement bas (Graphique 14). Aux États-Unis, toutefois, les rendements des obligations du Trésor se sont inscrits en hausse par rapport aux placements où ils se situaient l'automne dernier. Cette évolution est attribuable à deux facteurs importants, soit le renversement des entrées de capitaux suscitées par l'attrait, comme valeur refuge, des titres du gouvernement américain et la vitalité inattendue de l'économie américaine au quatrième trimestre de 1998 et au premier trimestre de 1999. En dépit de la récente augmentation des taux de rendement, les taux d'intérêt américains sont toujours plus bas qu'il y a un an, et ce, sur toute la gamme des échéances. En partie à la faveur de cette situation, les prix des actions aux États-Unis ont connu un regain de vigueur et ont atteint de nouveaux sommets.

5. Par suite du lancement de l'euro, la Banque a remplacé son indice des cours du dollar canadien par rapport aux monnaies du G10 par l'indice pondéré C-6. Les six monnaies comprises dans ce nouvel indice sont le dollar E.-U., l'euro, le yen, la livre sterling, la couronne suédoise et le franc suisse. L'indice C-5, quant à lui, exclut le dollar E.-U. Une note technique parue dans la livraison Hiver 1998-1999 de la Revue de la Banque du Canada fournit des détails à ce sujet.

Note technique 1

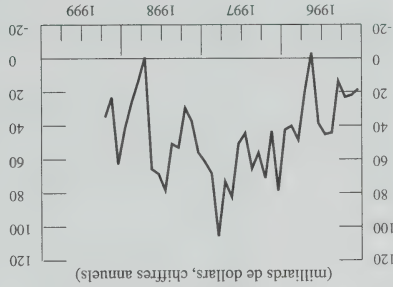
L'accès au crédit pendant et après la crise financière

À l'automne 1998, la turbulence qui régnait sur les marchés financiers internationaux a amené les investisseurs à s'interroger sur la santé des institutions financières un peu partout dans le monde et sur la liquidité d'une vaste gamme de titres. Ces préoccupations ont atteint un point culminant lorsqu'ont été apprises les difficultés de l'important fonds spéculatif Long-Term Capital Management. Gagnés par la nervosité, les investisseurs se sont mis en quête de valeurs refuges et tournés vers les titres d'Etat américains et européens les plus liquides. Par conséquent, les écarts de rendement entre les titres du secteur privé et les obligations d'Etat se sont fortement creusés, et le coût du financement s'est accru pour les sociétés. Par ailleurs, les banques et les autres bailleurs de fonds, en particulier aux Etats-Unis, ont adopté une approche plus sélective dans l'octroi de leurs prêts. Aussi s'est-on mis à craindre la possibilité d'une pénurie de crédit sur les marchés nord-américains.

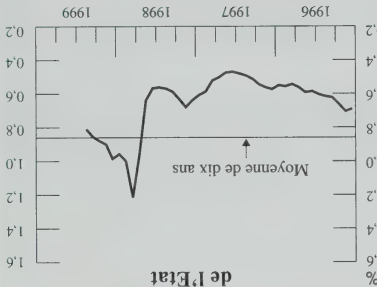
Au Canada, au plus fort de la crise, les pressions observées sur les marchés du crédit se sont surtout fait sentir dans le coût du financement, et le nombre des emprunteurs auxquels on a refusé des concours a été relativement faible. Le marché est cependant devenu moins réceptif à l'égard de certains émetteurs de titres. En septembre et octobre, mois durant lesquels l'incertitude était à son comble, les émissions de papier commercial ont considérablement chuté, et celles d'actions ont connu un ralentissement marqué. La croissance des prêts bancaires a aussi déceléré, de sorte que la progression de l'ensemble des crédits aux entreprises a marqué une pause.

Depuis l'automne, les réductions des taux d'intérêt directeurs des grandes banques centrales ont contribué à apaiser les marchés financiers. Etant donné le climat plus serein, les conditions d'accès au crédit se sont améliorées, et la croissance des prêts octroyés aux entreprises a graduellement repris. Au Canada, par exemple, ces prêts se sont accrûs à un taux annuel de 5,9 % au cours des trois premiers mois de 1999. Sur le marché obligataire, les écarts de rendement entre les titres des sociétés et ceux de l'Etat canadien sont redescendus à leur moyenne de longue période. (S'ils paraissent élevés, c'est uniquement en regard des niveaux exceptionnellement bas enregistrés les deux années précédentes.) Les retombées négatives qu'a pu avoir la diminution de l'offre de crédit sur l'activité économique au Canada devraient s'être limitées aux troisième et quatrième trimestres de 1998. Il semble peu probable que des difficultés d'accès au crédit viennent déprimer l'activité au premier semestre de 1999.

Variations de l'encours des crédits aux entreprises au Canada



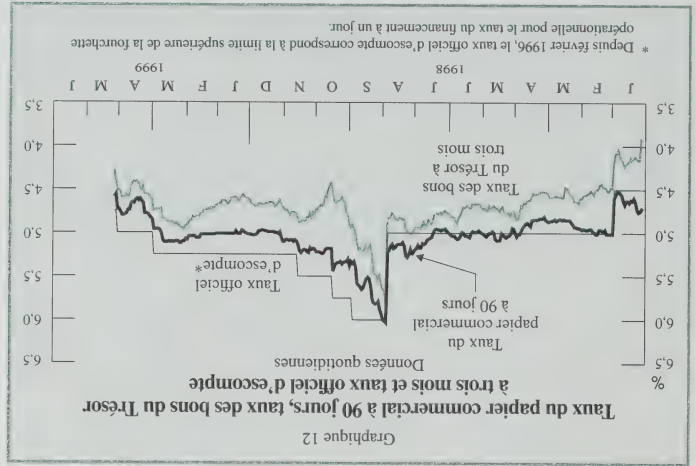
Écart de rendement entre les obligations à long terme des sociétés et celles de l'Etat



3. LA RÉALISATION DES CIBLES DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

Depuis l'automne dernier, la Banque a abaissé le taux officiel d'escompte de 25 points de base à trois reprises, soit le 18 novembre, le 31 mars et le 4 mai, et ainsi ramené les limites de la fourchette opératoire du taux du financement à un jour à 4 1/4 et 4 3/4 %. Les deux premières de ces réductions (conjuguées à deux autres, opérées en septembre et octobre 1998) ont annulé complètement la hausse de un point de pourcentage que l'agitation sur les marchés financiers observée en août dernier avait provoquée. La baisse la plus récente a pour but d'assurer la poursuite de l'expansion économique et le maintien, l'année prochaine, de la tendance de l'inflation bien à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque.

Cette réduction du taux d'escompte et des autres taux d'intérêt à court terme est survenue dans un contexte marqué par la série de baisses des taux directeurs des banques centrales de tous les grands pays et par une amélioration du climat sur les marchés financiers, y compris ceux des avoirs libellés en dollars canadiens. Les investisseurs sont devenus moins inquiets et, par conséquent, les primes de risque et de liquidité ont diminué par rapport aux niveaux anormalement élevés atteints l'automne dernier (Note technique 1). Le rétrécissement de l'écart entre les taux du papier commercial et ceux des bons du Trésor qui s'est produit sur le marché monétaire canadien (Graphique 12) illustre bien ce phénomène.

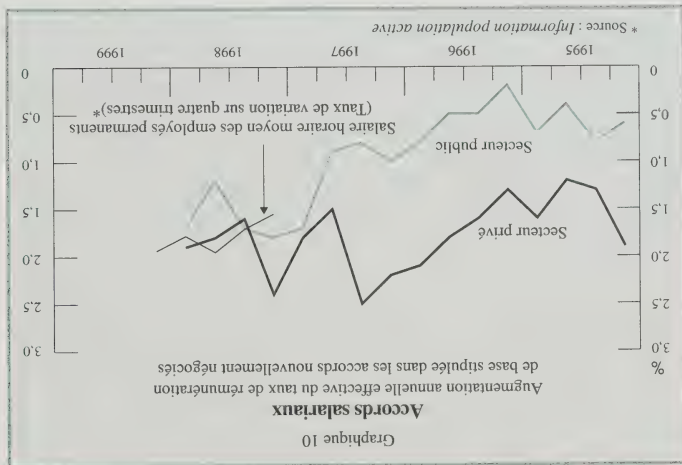


Depuis le début de l'année, le dollar canadien et le dollar américain se sont beaucoup appréciés par rapport à la nouvelle monnaie européenne, l'euro, et vis-à-vis des autres monnaies d'outre-mer, ce qui tient aux profils d'évolution divergents des économies de

Le dollar canadien s'est raffermi.

À la faveur de la baisse des taux d'intérêt à l'étranger et d'un regain de confiance sur les marchés, la Banque a réduit la fourchette du taux du financement à un jour.

... et les coûts unitaires de main-d'œuvre ne se sont que légèrement accrus.



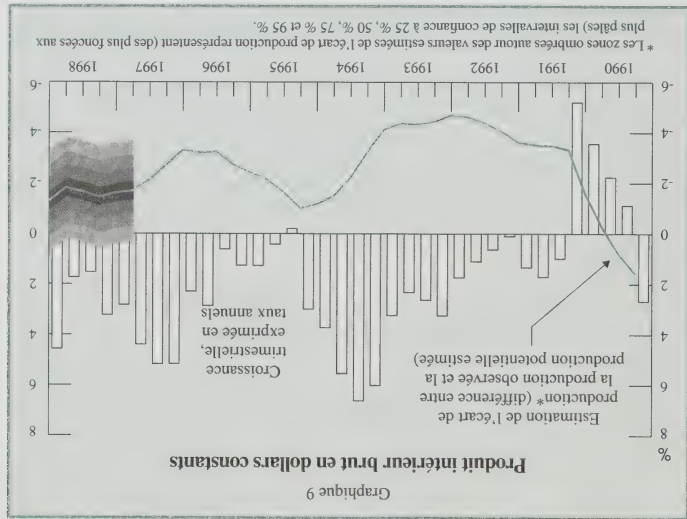
Les chiffres les plus récents indiquent que la productivité du travail est restée à peu près la même tout au long de 1998, ce qui est étonnant compte tenu de la croissance modérée des revenus du travail par heure-personne de la hausse sur quatre trimestres des coûts unitaires de main-d'œuvre est aussi demeurée relativement modeste (Graphique 11) :



3. Il faut toutefois souligner que les données les plus récentes pourraient être révisées. L'évolution des derniers mois n'apporte donc guère de renseignements pouvant éclairer le débat actuel sur la tendance de la productivité.

4. Les révisions rétrospectives des chiffres des comptes nationaux ont entraîné une révision à la hausse de la croissance sur quatre trimestres des revenus du travail par heure-personne et des coûts unitaires de main-d'œuvre en 1997 et au premier semestre de 1998 par rapport aux données publiées dans la dernière livraison du *Kapport*.

environ à la fin de l'année (Graphique 9)². Les estimations de l'écart de production demeurent très imprécises à cause, d'une part, des révisions qui doivent y être apportées au fur et à mesure que de nouvelles données sont publiées et, d'autre part, des restrictions en cours, des importations investissements effectués dans les nouvelles technologies et des changements qui s'opèrent dans le fonctionnement du marché du travail, qui devraient tous se traduire par une amélioration de la capacité de production de l'économie.



La maîtrise des coûts

Les salaires ont de nouveau cru à un rythme modéré au second semestre de 1998. Les augmentations annuelles consenties aux employés syndiqués du secteur privé se sont chiffrées en moyenne à 1,8 %, soit au même niveau qu'au premier semestre (Graphique 10). Pour leur part, les hausses négociées dans le secteur public ont été légèrement moins élevées, s'établissant en moyenne à 1,4 % durant la même période. Les données parues dans la publication de Statistique Canada intitulée *Information population active* portent à croire que la progression sur douze mois des gains horaires moyens (heures supplémentaires non comprises) pour les employés permanents a été de 1,9 % au premier trimestre de 1999. On estime donc que la hausse tendancielle des salaires dans l'ensemble de l'économie est demeurée à près de 2 %.

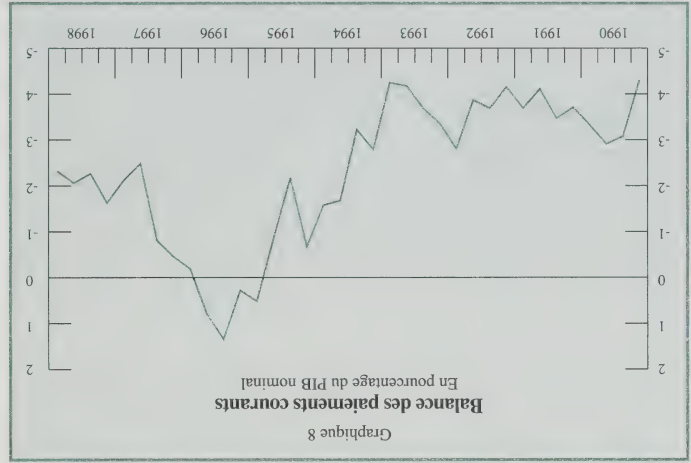
2. Au moment de la publication du *Rapport de novembre*, l'écart de production pour le milieu de 1998 avait été estimé aux environs de 1,5 %. Les estimations passées de l'écart de production ont été révisées par suite d'une réévaluation complète du profil de la production potentiellement des modifications de la Banque. Ces révisions tiennent compte notamment des modifications importantes apportées aux estimations du PIB réel dans les comptes nationaux.

Les augmentations
salariales sont restées
modérées au second
semestre de 1998...

Au second semestre de 1998 (soit abstraction faite du gros des fluctuations occasionnées par la grève survenue chez General Motors), les investissements en stocks ont continué de se replier; ce mouvement était surtout manifeste dans plusieurs industries de fabrication de biens durables. Une partie de la réduction du rythme d'accumulation des stocks pourrait être imputable à la vigueur inattendue des exportations de biens manufacturés vers les États-Unis.

Le tassement continu de la demande intérieure, particulièrement celle de biens à forte teneur en importations comme les machines et le matériel, a freiné la croissance des importations au cours des deux derniers trimestres de 1998 par rapport au taux enregistré en 1997. La compétitivité accrue des entreprises canadiennes a permis à certains biens produits au pays de se substituer aux importations.

Le déficit de la balance courante (en termes nominaux) se situait à 2,3 % du PIB à la fin de 1998, soit sensiblement au même niveau qu'un an plus tôt (Graphique 8). En volume, le solde de la balance commerciale s'est considérablement amélioré, mais ses progrès ont été annulés en partie par la détérioration des termes de l'échange attribuable au nouveau recul des cours des produits de base. De plus, le solde des transactions au poste des paiements nets au titre des dividendes et de l'augmentation des paiements d'intérêts sur la dette en devises.



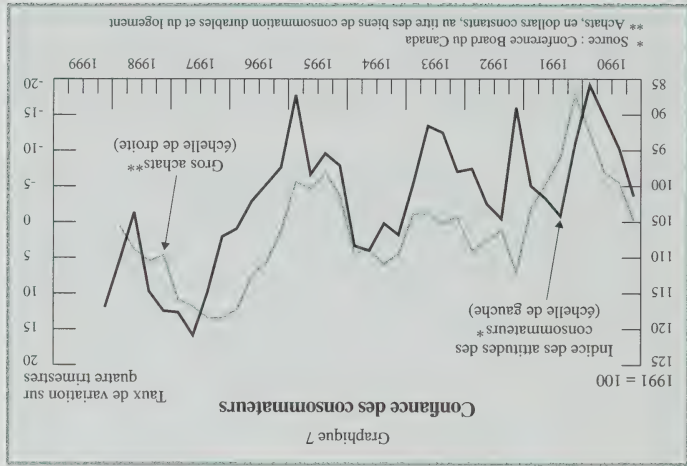
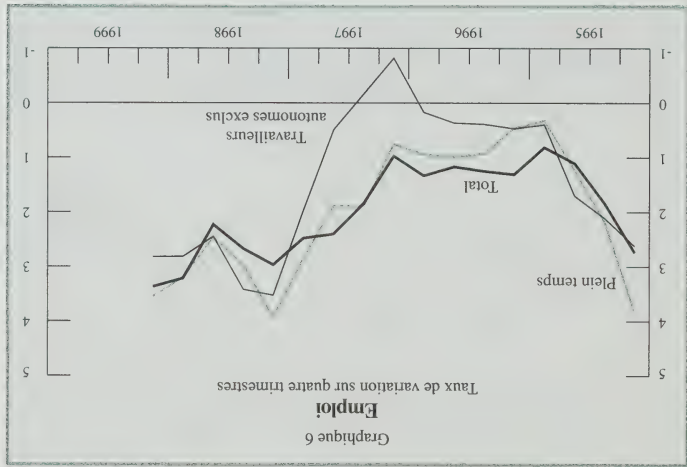
Dans l'ensemble, la demande globale a progressé un peu plus rapidement que la production potentielle estimative au deuxième semestre de 1998. En conséquence, la Banque estime que l'écart de production s'est rétréci, passant d'à peu près 1,75 % au milieu de l'année à 1,25 %

... et les investissements en stocks ont continué de se replier.

L'avance des importations a été modeste en raison de la décélération de la demande intérieure.

La marge estimative de capacités inutilisées s'est un peu amoindrie au second semestre de 1998.

de la confiance des entreprises provoquée à l'automne par la volatilité des marchés financiers et par d'autres facteurs défavorables sur la scène internationale. La chute marquée des cours des produits de base a rendu les entreprises moins enclines à accroître leurs capacités de production et a eu pour effet de réduire les liquidités dont celles-ci disposaient pour financer l'exploration et l'expansion de leurs activités. Le secteur du gaz et du pétrole, comme l'ensemble des industries d'exploitation des ressources naturelles, a été particulièrement touché par cette chute et a fortement comprimé ses dépenses d'investissement l'an dernier.



Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande et l'offre globales

Le rythme d'expansion de l'activité économique s'est accéléré considérablement au Canada au quatrième trimestre de 1998 et au début de 1999 après avoir été freiné au milieu de 1998 par des arrêts de travail et les événements survenus sur la scène internationale. La vigueur particulière de l'économie américaine et les conditions monétaires généralement expansionnistes qui ont régné au Canada au cours de la dernière année ont fortement soutenu l'expansion. À eux seuls, ces deux facteurs ont annulé l'effet modérateur de la faiblesse des cours des produits de base. Au second semestre de 1998, le PIB réel a augmenté d'environ 3 % en chiffres annuels, et les données dont on dispose à l'heure actuelle portent à croire que sa croissance a été aux alentours de 4 % au premier trimestre de 1999.

Le volume des exportations a affiché une vive progression durant les six derniers mois de 1998 ainsi qu'au début de 1999. Les exportations de véhicules automobiles et de pièces détachées ont crû à une cadence particulièrement rapide à la faveur du dynamisme de la demande aux États-Unis, des efforts réalisés dans ce pays pour reconstituer les stocks à la suite des arrêts de travail à la société General Motors, de la mise en service de nouvelles capacités de production au Canada et de la résolution d'un certain nombre de problèmes touchant le transport ferroviaire. L'essor soutenu de la demande américaine et une position concurrentielle favorable ont permis aux exportations canadiennes de machines et de matériel ainsi que de bois d'œuvre d'enregistrer des gains notables. Cependant, les exportations d'autres produits de base ont continué de fléchir en raison de l'anémie persistante de la demande en Asie, et les temps exceptionnellement doux qu'ont connus les États-Unis au quatrième trimestre a fait reculer la consommation de pétrole et de gaz naturel.

Les dépenses des ménages ont augmenté à un rythme plus modéré au second semestre de 1998, dans la foulée du ralentissement qu'a subi la croissance de l'emploi entre le premier et le troisième trimestre de l'année (Graphique 6) et de l'agitation qui a secoué les marchés financiers internationaux et intérieurs vers la fin de l'été dernier et le début de l'automne. Ces deux facteurs sont aussi responsables en partie de l'érosion de la confiance des ménages au cours des trois premiers trimestres de 1998 (Graphique 7). Celle-ci s'est toutefois améliorée vers la fin de l'année, sous l'effet d'une poussée de l'emploi (qui s'est poursuivie au début de 1999), de la baisse du taux de chômage qui en a résulté malgré la hausse du taux d'activité et d'une stabilité accrue sur les marchés financiers. Dans ce climat, les dépenses des ménages se sont ressaisies au début de 1999.

La croissance des investissements fixes des entreprises s'est beaucoup ralentie au dernier semestre de 1998 par rapport aux taux élevés qu'elle avait enregistrés les dix-huit mois précédents. Ce fléchissement est imputable dans une certaine mesure à la diminution

Le rythme de l'activité économique au Canada s'est accéléré considérablement...

... à la faveur de la vigueur de l'économie américaine et de la fin des arrêts de travail dans l'industrie automobile, qui ont eu pour effet de stimuler les exportations.

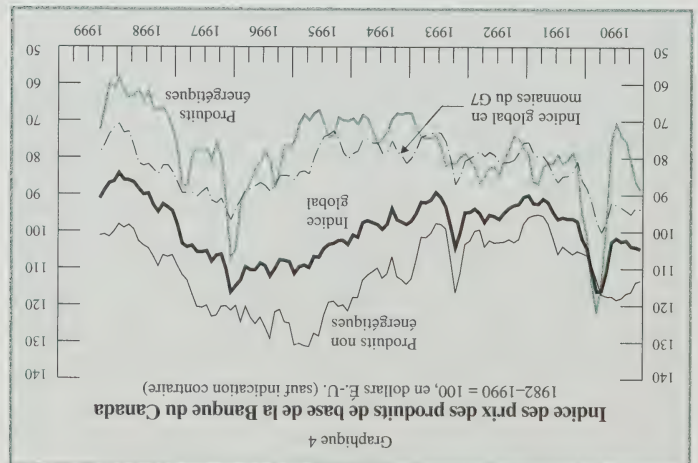
Les dépenses des ménages ont augmenté à un rythme plus modéré au second semestre de 1998, mais leur croissance s'est accélérée au début de 1999.

La croissance des investissements des entreprises s'est tassée au second semestre de 1998...



Du côté du secteur manufacturier, l'indice des prix des produits membres de l'OCDE et d'autres producteurs. L'incapacité des principaux producteurs de pétrole de réduire leur production en réaction à la faiblesse de la demande a entraîné fin de 1998. Toutefois, ceux-ci ont fait un bond en mars, à la suite d'un accord de limitation de la production conclu entre les pays membres de l'OPEP et d'autres producteurs.

La chute des cours des matières premières a poussé à la baisse les prix de la plupart des produits intermédiaires manufacturés. En revanche, les prix à l'exportation en dollars canadiens de nombreux produits finis pour lesquels les contrats à long terme sont établis en dollars E.-U. ont augmenté par suite de la dépréciation du dollar canadien vis-à-vis de la monnaie américaine.

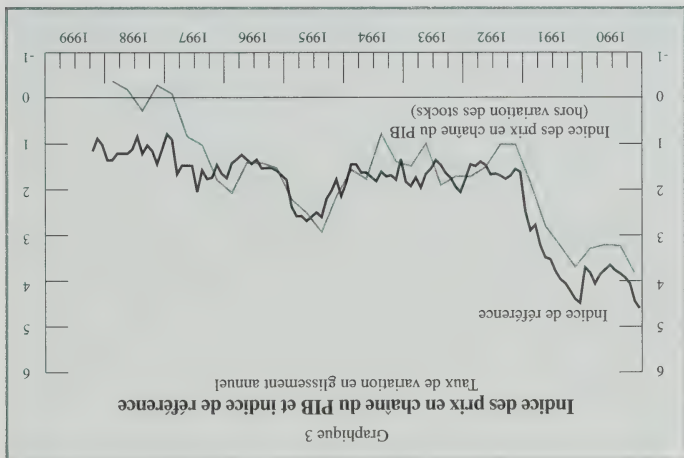


été légèrement plus faible que prévu, en raison peut-être de la vive concurrence qui existe dans le commerce de détail.

La croissance sur douze mois de l'IPC global était de 1,0 % en mars, contre 0,7 % en septembre dernier. Les prix à la consommation de l'énergie ont cessé de reculer (en glissement annuel) depuis que les cours du pétrole brut se sont mis à monter.

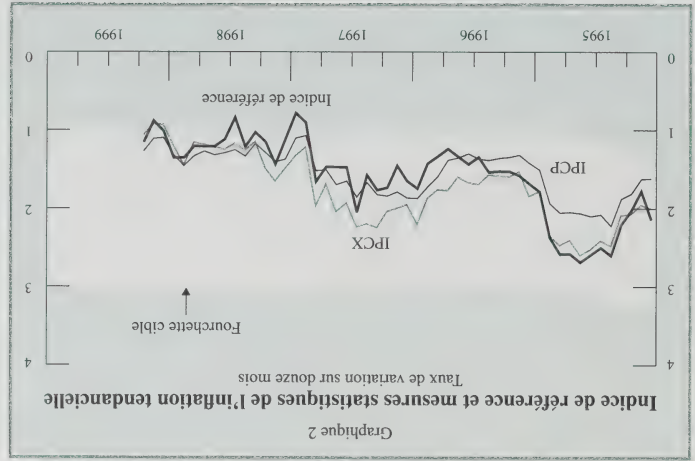
L'indice des prix en chaîne du PIB, une mesure du niveau des prix de l'ensemble des biens et services produits au Canada, s'est inscrit en baisse durant la dernière année (Graphique 3). Ce repli est attribuable en partie aux effets de la chute des cours mondiaux des produits de base que le Canada exporte. Les hausses sur quatre trimestres des indices de prix en chaîne se sont accélérées quelque peu tant dans le cas des produits de consommation que dans celui des biens d'équipement durant le deuxième semestre de 1998, en raison de l'accroissement des coûts des importations dû à la dépréciation du dollar canadien.

L'indice des prix en chaîne du PIB a fléchi durant la dernière année...



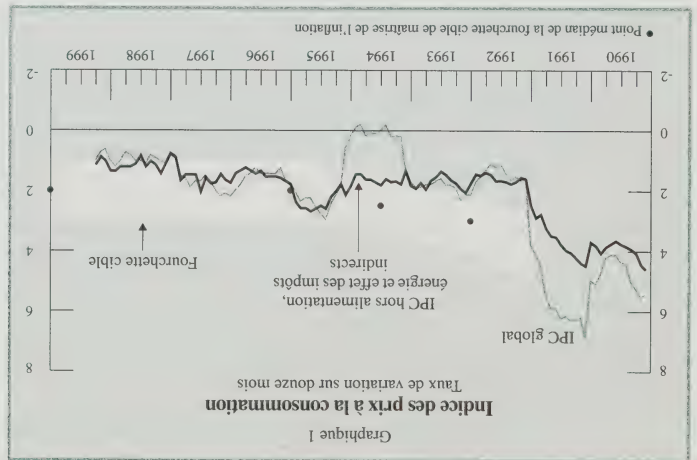
... en raison du repli marqué des cours mondiaux des produits de base.

Les prix des produits de base non énergétiques ont continué de diminuer durant le deuxième semestre de 1998 (Graphique 4), par suite d'un nouvel accès de faiblesse de la demande mondiale, imputable surtout à l'évolution de la situation au Japon et dans divers pays à marché émergent, ainsi que de la croissance continue de l'offre. Par exemple, les récoltes plus abondantes que prévu ont contribué au recul des prix des céréales, tandis que l'augmentation de l'offre a fait baisser de façon marquée les prix du bétail. La mise en service de nouvelles capacités dans le secteur minier au cours des deux dernières années est venue accentuer l'offre excédentaire sur les marchés des métaux (laquelle découlait du tassement important de la demande en Asie et en Russie). Cependant, les prix des produits de base non énergétiques se sont un peu redressés depuis la fin de 1998, sous l'impulsion de la demande vigoureuse aux États-Unis et d'ajuste-



Parallèlement, les pressions à la baisse qui se sont exercées sur l'inflation ont été atténuées par deux autres facteurs. Premièrement, les attentes voulant qu'à long terme l'inflation s'établisse près du milieu de la fourchette cible ont aidé à modérer le repli de l'inflation mesurée par l'indice de référence. Deuxièmement, la diminution de 10 % environ qu'a subie la valeur du dollar canadien par rapport à la devise américaine entre l'automne 1997 et les derniers mois de 1998 a poussé à la hausse les prix à la consommation, en partie à cause des décalages avec lesquels les variations des prix à l'importation se répercutent habituellement sur les prix à la consommation. De plus, cette incidence a

La baisse de 10 % environ qu'a subie la valeur du dollar canadien par rapport à la devise américaine entre l'automne 1997 et les derniers mois de 1998 a poussé à la hausse les prix à la consommation durant la dernière année.



1. La mesure IPCX exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des impôts indirects sur les autres composantes. La mesure IPCP multiplie chacune des pondérations des composantes du panier de l'IPC par une pondération additionnelle qui est inversement proportionnelle à la variabilité de la composante. Pour plus de renseignements à ce sujet, voir la Note technique 1 de la livraison de novembre 1997 du *Rapport*.

Plusieurs facteurs continuent d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence, dont les principaux sont la présence de capacités de production excédentaires et de très modestes augmentations des coûts unitaires de main-d'œuvre. En outre, la réduction des tarifs des appels internationaux et des prix des produits informatiques a été particulièrement prononcée récemment. Cette réduction, qui s'explique par les progrès techniques, la déréglementation du secteur des télécommunications et par la diminution du coût des composants d'ordinateur importés, a été plus importante que prévu.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence était de 1,2 % en mars, demeurant ainsi inchangé par rapport à septembre dernier (Graphique 1). Deux autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle (IPCX et IPCP)¹ dont la Banque suit l'évolution se situent sensiblement au même niveau que l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 2).

L'inflation et la fourchette cible

Au cours des six derniers mois, l'inflation mesurée par l'indice de référence (IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects) est demeurée près de la limite inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque, se maintenant à des niveaux un peu plus bas que prévu.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

À l'heure actuelle, la question de l'incertitude entourant les estimations de la capacité de l'économie de produire des biens et services revêt beaucoup d'importance pour la Banque. Les investissements considérables effectués dans la technologie ces dernières années et les diverses mesures prises en vue de dynamiser les marchés des biens et services et du travail devraient avoir une incidence favorable sur la capacité de production de l'économie. Cependant, il est difficile d'évaluer l'ampleur de ces effets. Ce point est examiné dans la section consacrée aux perspectives en matière d'inflation.

Le retour au calme sur les marchés financiers mondiaux a permis à la Banque du Canada de se concentrer à nouveau sur le maintien de l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible et d'inverser complètement le relèvement de 100 points de base des taux d'intérêt à court terme qui s'était avéré nécessaire en août dernier pour apaiser les investisseurs. La réduction a été réalisée entre septembre 1998 et mars 1999 en quatre baisses de 25 points de base chacune. Le 4 mai, la Banque a une fois de plus abaissé de 25 points de base les taux d'intérêt à court terme pour favoriser la poursuite de l'expansion économique et le maintien de la tendance de l'inflation bien à l'intérieur de la fourchette cible l'année prochaine.

Le retour au calme sur les marchés financiers mondiaux a permis à la Banque de se concentrer à nouveau sur le maintien de l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible.

La question de l'incertitude entourant les estimations de la capacité de production de l'économie revêt beaucoup d'importance à l'heure actuelle.

Depuis la dernière livraison du Rapport, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée près de la limite inférieure de la fourchette visée par la Banque...

... sous l'effet des pressions à la baisse que continuent d'exercer la présence de capacités excédentaires ainsi que la réduction des tarifs des appels internationaux et des prix des produits informatiques.

1. INTRODUCTION

Il y a six mois, au moment de la parution de la dernière livraison du *Rapport sur la politique monétaire*, le climat économique et financier international était agité et très incertain en raison de la crise qui sévissait en Asie et des retombées de la déclaration par la Russie d'un moratoire sur le remboursement de sa dette. De nombreuses économies à marche émergente, surtout en Amérique latine, étaient aux prises avec des fuites massives de capitaux. Devenus nerveux, les investisseurs se sont mis en quête d'un abri sûr pour leurs placements, de sorte que les taux de rendement des titres de dette des pays à marche émergente ont augmenté de façon prononcée par rapport à ceux des titres d'autres pays, et les taux des obligations des sociétés ont fait de même dans les pays industriels relativement aux obligations d'État.

Depuis, la situation sur les marchés financiers mondiaux s'est améliorée. Les réductions de taux d'intérêt opérées par les banques centrales de tous les grands pays ont contribué à restaurer la confiance des investisseurs. En Asie du Sud-Est, les marchés financiers se sont stabilisés, des réformes structurelles sont en cours et les perspectives d'une reprise graduelle cette année et l'an prochain sont bonnes. Au Brésil, les autorités se sont résolument attelées à la tâche : elles ont notamment adopté un régime de changes flottants et ont décidé, avec l'appui du Fonds monétaire international, de mettre en place un programme d'ajustement révisé prévoyant un train de mesures budgétaires énergiques. Par ailleurs, les marchés financiers semblent être mieux à même d'évaluer et de distinguer les divers risques de crédit.

Néanmoins, une grande incertitude continue de planer sur les perspectives de l'économie mondiale, et d'importants risques subsistent. Les investisseurs sont plutôt hésitants à réinjecter de façon soutenue des capitaux dans les économies à marche émergente et attendent pour cela de voir si les politiques annoncées dans un certain nombre de pays clés seront complètement mises en œuvre. Par ailleurs, il existe une disparité marquée au chapitre de la tenue économique entre les pays du Groupe des Sept (G7). Le Japon est toujours en profonde récession, et les plus récents indicateurs laissent entrevoir un ralentissement de l'activité en Europe. À l'opposé, l'expansion aux États-Unis se poursuit à un rythme rapide, surpassant la plupart des attentes.

Au Canada, l'économie a connu un regain de vigueur au cours des six derniers mois, à la faveur de la forte croissance aux États-Unis, de la présence de conditions monétaires expansionnistes et du retour à la normale après les perturbations de la production survenues l'été dernier. Durant cette période, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée près de la limite inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque, à des niveaux un peu plus bas que prévu.

Les données que renferme le présent rapport s'arrêtent au 5 mai 1999.

Il y a six mois, le climat financier international était agité et très incertain.

Depuis, la situation s'est améliorée...

... mais une grande incertitude continue de planer sur les perspectives de l'économie mondiale, et d'importants risques subsistent.

Au Canada, l'économie a repris de la vigueur, et l'inflation demeure à de bas niveaux.

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi, c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie et, partant, une amélioration de sa croissance au fil du temps.
- Les cibles de maîtrise de l'inflation font en sorte que la politique monétaire contribue à atténuer les variations cycliques du revenu et de l'emploi, et elles permettent à la Banque de mieux évaluer le potentiel de croissance de l'économie.

L'outil de la politique monétaire

- La Banque du Canada tire parti de l'influence qu'elle exerce sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des conditions monétaires sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener l'inflation au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. En décembre 1993, il a été décidé de maintenir cette fourchette jusqu'à la fin de 1998. En février 1998, son application a été prolongée jusqu'à la fin de 2001.
- Le gouvernement et la Banque comptent établir, d'ici la fin de 2001, quelle cible à long terme de la politique monétaire est compatible avec la stabilité des prix.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix des aliments et de l'énergie et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur l'IPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects, mesure qu'elle appelle *indice de référence*.

- En longue période, les mesures de l'inflation fondées sur l'IPC global et sur l'indice de référence tendent à présenter des profils d'évolution similaires. Toutefois, si les deux indices devaient afficher de façon persistante des profils d'évolution divergents, la Banque ajusterait la trajectoire souhaitée pour le taux d'augmentation de l'indice de référence de façon à ramener celui de l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction	5
2. L'évolution récente de l'inflation	6
L'inflation et la fourchette cible	6
Les facteurs qui influent sur l'inflation	10
3. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation	15
4. Les perspectives en matière d'inflation	20
La conjoncture internationale	20
La demande et l'offre globales au Canada ..	23
Les facteurs temporaires qui influent sur l'inflation	25
La maîtrise des coûts	27
La mesure des attentes relatives à l'inflation	27
Les indicateurs monétaires	28
Les prévisions relatives à l'inflation	30
5. Conclusions	31
Bibliographie	32

La volatilité qui continue de régner sur les marchés obligataires et sur les marchés des changes, et ce, malgré le fait que l'inflation soit faible depuis près d'une décennie, peut être attribuée en partie aux incertitudes qui persistent à l'égard de l'évolution future des prix. À la Banque du Canada, nous sommes d'avis que la meilleure façon d'atténuer ces préoccupations est d'enoncer clairement notre objectif et notre stratégie en matière de politique monétaire, de soumettre nos analyses économiques à un examen externe et de publier toutes les données pertinentes.

— Gordon Thiessen

La conférence commémorative Tony Hampson

Allocution prononcée devant l'Institut C.D. Howe

Toronto (Ontario)
le 11 mars 1999

RAPPORT SUR LA POLITIQUE
MONÉTAIRE

— mai 1999 —

Dollar d'argent du centenaire de la Bibliothèque du Parlement. La pièce dont le revers est reproduit en page couverture a été frappée en 1976 pour marquer le 100^e anniversaire de l'inauguration de cette magnifique bibliothèque, la seule partie de l'édifice du Centre original ayant survécu au désastreux incendie qui a ravagé les édifices du Parlement en 1916. La Bibliothèque du Parlement, qui est encore en usage aujourd'hui, constitue l'une des principales attractions touristiques d'Ottawa.

La pièce reproduite est l'œuvre de John Mardon.



— mai 1999 —

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

BANQUE DU CANADA

CA1
FN73
- M56

MONETARY POLICY REPORT

– May 1999 –

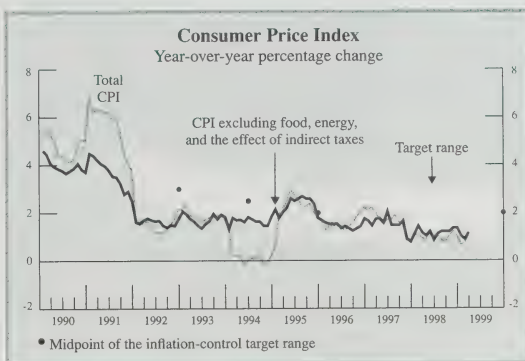
Summary

When the November *Monetary Policy Report* was published, the global economic and financial climate was extremely volatile and uncertain because of the problems in Asia and the fallout from the Russian debt moratorium. Since then, circumstances have improved.

Interest rate cuts by central banks in all major countries have helped restore investor confidence. Financial markets have steadied in Southeast Asia, and prospects are good for a gradual recovery there. In Brazil, the authorities have taken major steps to address their difficulties. Overall, global financial markets now seem better able to assess risk.

Nevertheless, the world economy still faces significant uncertainties. Capital flows back into emerging markets are tentative, economic indicators for Europe point to a slow-down in activity, and the Japanese economy is still in recession. In sharp contrast, the U.S. economy continues to thrive.

In Canada, the economy regained momentum over the past six months, and inflation has remained near the bottom of the Bank's 1 to 3 per cent inflation-control target range, at levels slightly lower than expected.



Highlights

- Global economic and financial circumstances have improved since last autumn.
- Nevertheless, the world economy still faces significant uncertainties.
- The Canadian economy has regained momentum.
- The risks to the outlook for Canada appear to be balanced.
- Trend inflation should increase somewhat but remain in the lower half of the Bank's inflation-control target

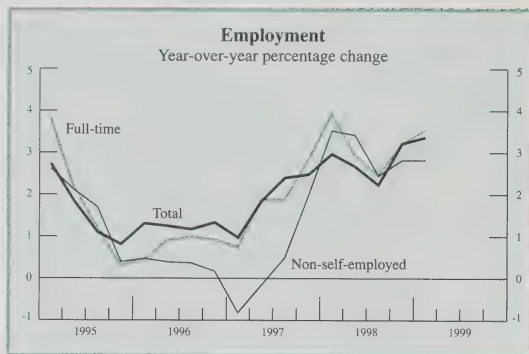


Economic and financial developments

Driven by buoyant U.S. demand, the pace of economic activity in Canada picked up substantially in the fourth quarter of 1998 and in early 1999. This activity was accompanied by robust gains in full-time employment. Aided by the remarkable strength of the U.S. economy, easing global financial strains, generally accommodative monetary conditions, and a rebound from the labour disruptions of mid-1998, real GDP rose by 4.6 per cent in the fourth quarter and is estimated to have risen by about 4 per cent in the first quarter of 1999.

Core inflation (the CPI excluding food, energy, and the effect of indirect taxes) was 1.2 per cent in March, on a year-over-year basis—unchanged from last September.

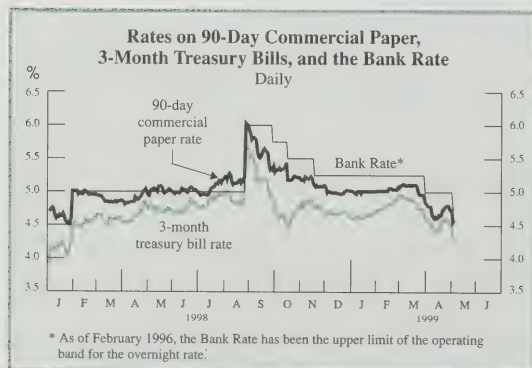
The healthier global financial climate has allowed the Bank to refocus its attention on the objective of keeping inflation inside its target range. Since the last *Monetary Policy Report*, the Bank reduced the Bank Rate by 25 basis points on three occasions



(18 November, 31 March, and 4 May). This brought the Bank's target overnight lending rate to 4½ per cent. The first two cuts (together with reductions in September and October 1998) fully unwound the one-percentage-point increase in the Bank Rate that was required last August to address investor nervousness. The most recent cut was designed to support continued economic expansion and keep the trend of inflation comfortably inside the Bank's inflation-control target range next year.

Since the beginning of 1999, the Canada/U.S. exchange rate has strengthened, and both currencies have risen markedly against the new euro and other overseas currencies.

As well, Canadian bond yields, after spiking during the Russian crisis last August, have fallen to levels that are very low historically, and negative differentials between Canadian and U.S. bonds have been re-established, reflecting Canada's good inflation performance. Money market interest rates have also declined to levels below those in the United States.



* As of February 1996, the Bank Rate has been the upper limit of the operating band for the overnight rate.

The outlook for inflation

The global outlook has brightened over the last six months as more favourable circumstances in emerging-market economies have helped calm financial markets.

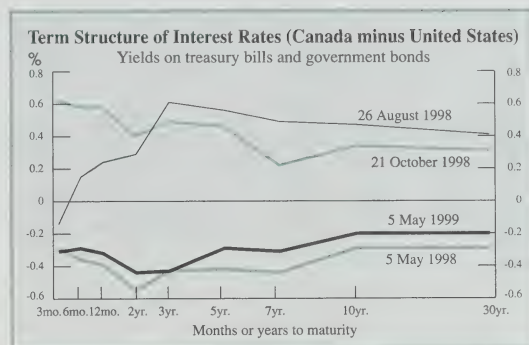
Many emerging-market economies, particularly those in Southeast Asia, have made significant progress towards economic stabilization and are showing signs of recovery. Although prospects for growth in Latin America have been revised downwards following Brazil's setbacks, the situation there has improved as a result of tighter fiscal policy and the approval of a new IMF program.

However, significant uncertainties still face the global economy.

The Japanese economy remains in a slump. With further progress on banking reform and with supportive fiscal and monetary policies, a gradual recovery could begin next year.

Economic activity has slowed in the major European countries, particularly in Germany, and forecasts for growth in 1999 have been lowered. Recent interest rate cuts by the European Central Bank should help bolster the euro area over the coming year.

The most positive external factor is still the U.S. economy, which continues to withstand the global slowdown and to outperform expectations with continued strong growth, very low unemployment, and seemingly dormant inflation. While the rate of increase in output should remain fairly robust, it is expected to ease as spending on consumer durables, housing, and producers' equipment moderates. U.S. inflation is not expected to change significantly in 1999.



World commodity prices are also expected to edge up during 1999, as excess global supplies gradually diminish.

In reaction to the remarkable strength of the U.S. economy, the calmer financial outlook, and solid gains in domestic full-time employment, most forecasters have recently upgraded their projections for Canada's growth in 1999. The latest private sector consensus is for growth of 2.8 per cent. The Bank has also raised its forecast to a range of $2\frac{3}{4}$ to $3\frac{3}{4}$ per cent. Projections at the upper end of this range depend on a stronger response from net exports to the current levels of competitiveness than is assumed in most private sector forecasts. The Bank expects the economy to expand at a similar pace in 2000, while the consensus is for growth of only 2.3 per cent.

The Bank's projection implies increases in aggregate demand that would absorb the *estimated* margin of unused capacity in the economy over the next four to six quarters. However, because of the uncertainty surrounding any estimates of unused capacity (see Technical Box 4 in the full *Report*),

the Bank will need to place increasing weight on a number of other indicators of pressures on production capacity and on inflation.

Consistent with this projection, core inflation would be expected to rise gradually over the next 18 months but to remain in the lower half of the target range.

Conclusions

The risks to the Bank's outlook for the economy and inflation appear to be balanced. The conditional nature of the projection must be stressed, however, since the economic climate is still uncertain. One of the main risks to the world economic outlook revolves

around the divergent economic performances of the major industrial countries.

On the domestic side, there is the uncertainty regarding estimates of the economy's capacity to produce goods and services and thus of the margin of unused capacity. This means that the Bank must place increasing weight on a range of indicators to assess the degree of pressure on the economy's production capacity. These indicators would include inflation relative to expectations, the growth of money and credit, wage settlements, evidence of supply bottlenecks, and information provided by the Bank's regional representatives.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually. Copies of the full *Report* and of the *Summary* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Services, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bank-banque-canada.ca
or visit our Web site: <http://www.bank-banque-canada.ca/>

A1
N73
- M56

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

- mai 1999 -

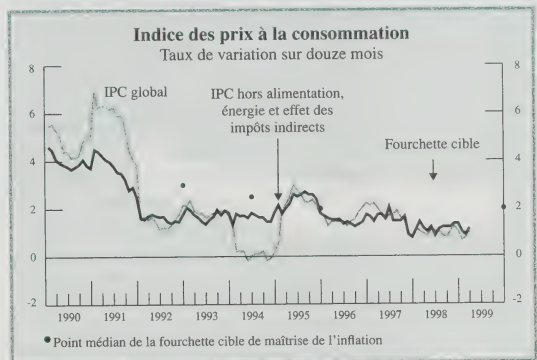
Sommaire

Au moment de la publication du *Rapport sur la politique monétaire* de novembre 1998, le climat économique et financier international était extrêmement agité et incertain en raison de la crise qui sévissait en Asie et des retombées du moratoire imposé par la Russie sur le remboursement de sa dette. Depuis, la situation s'est améliorée.

Les réductions de taux d'intérêt opérées par les banques centrales de tous les grands pays ont contribué à restaurer la confiance des investisseurs. En Asie du Sud-Est, les marchés financiers se sont stabilisés, et les perspectives d'une reprise graduelle sont bonnes. Au Brésil, les autorités ont adopté d'importantes mesures en vue de régler leurs difficultés. Dans l'ensemble, les marchés financiers internationaux semblent être mieux à même d'évaluer le risque.

Néanmoins, une grande incertitude continue de planer sur les perspectives de l'économie mondiale. Les investisseurs sont plutôt hésitants à réinjecter des capitaux dans les économies à marché émergent, les indicateurs économiques laissent entrevoir un ralentissement de l'activité en Europe, et le Japon est toujours en récession. À l'opposé, l'économie américaine continue de prospérer.

Au Canada, l'économie a connu un regain de vigueur au cours des six derniers mois; l'inflation est demeurée près de la limite inférieure de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque, à des niveaux un peu plus bas que prévu.



Faits saillants

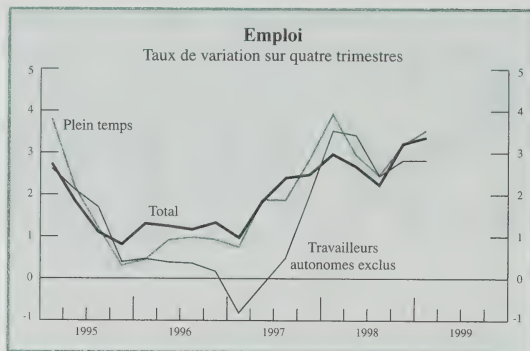
- La conjoncture économique et financière internationale s'est améliorée depuis l'automne dernier.
- Néanmoins, une grande incertitude continue de planer sur les perspectives de l'économie mondiale.
- Au Canada, l'économie a connu un regain de vigueur.
- Au pays, les probabilités d'une évolution de l'économie plus favorable ou moins favorable que prévu semblent s'équilibrer.
- L'inflation tendancielle devrait augmenter légèrement, mais demeurer dans la moitié inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque.

L'évolution économique et financière

Sous l'impulsion de la demande vigoureuse aux États-Unis, le rythme d'expansion de l'activité économique s'est accéléré considérablement au Canada durant le quatrième trimestre de 1998 et au début de 1999. Cette évolution s'est accompagnée de gains solides au chapitre de la création d'emplois à plein temps. Soutenue par la tenue remarquable de l'économie américaine, l'atténuation des tensions financières à l'échelle mondiale, la présence de conditions monétaires expansionnistes dans l'ensemble et le retour à la normale des niveaux de production après la fin des arrêts de travail survenus au milieu de 1998, la croissance du PIB en termes réels a atteint 4,6 % au quatrième trimestre, et on estime qu'elle devrait s'établir aux alentours de 4 % au premier trimestre de 1999.

L'inflation mesurée par l'indice de référence (IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects) s'est établie à 1,2 % en glissement annuel au mois de mars, demeurant ainsi inchangée par rapport à septembre 1998.

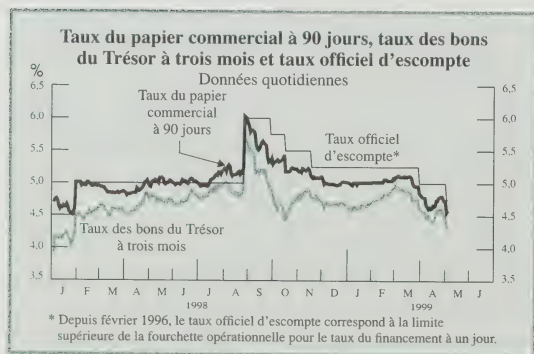
L'amélioration du climat financier à l'échelle internationale a permis à la Banque de se concentrer à nouveau sur le maintien de l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible. Depuis la parution de la dernière livraison du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque a abaissé le



taux officiel d'escompte de 25 points de base à trois reprises, soit le 18 novembre, le 31 mars et le 4 mai. Ceci a ramené à 4 1/2 % la cible visée par la Banque pour le taux du financement à un jour. Les deux premières de ces réductions (conjuguées à deux autres, opérées en septembre et octobre 1998) ont annulé complètement la hausse de un point de pourcentage qu'il avait fallu effectuer en août dernier pour apaiser les investisseurs. La baisse la plus récente a pour but de favoriser la poursuite de l'expansion économique et le maintien de la tendance de l'inflation bien à l'intérieur de la fourchette cible l'année prochaine.

Depuis le début de 1999, le cours du dollar canadien par rapport à la devise américaine s'est raffermi, et chacune des deux monnaies s'est beaucoup appréciée par rapport à la nouvelle monnaie européenne, l'euro, et vis-à-vis des autres monnaies d'outre-mer.

Par ailleurs, après avoir enregistré une brusque remontée au moment de l'éclatement de la crise en Russie en août dernier, les taux de rendement des obligations canadiennes sont redescendus à des niveaux exceptionnellement bas, et les écarts de taux entre les obligations canadiennes et américaines sont redevenus négatifs, reflétant la bonne tenue du Canada au chapitre de l'inflation. Les taux d'intérêt du marché monétaire canadien ont aussi baissé, et ils sont actuellement inférieurs aux taux américains.



* Depuis février 1996, le taux officiel d'escompte correspond à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour.

Les perspectives en matière d'inflation

Les perspectives de croissance à l'échelle mondiale se sont améliorées au cours des six derniers mois, la situation plus favorable observée dans les économies à marché émergent ayant contribué à apaiser les marchés financiers.

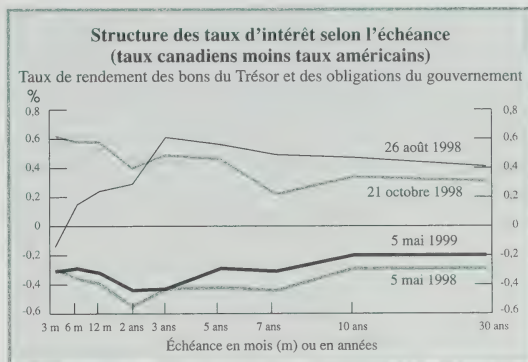
Plusieurs pays à marché émergent, particulièrement en Asie du Sud-Est, ont accompli des progrès notables sur le plan de la stabilisation de leur économie et montrent des signes de reprise. Bien que les perspectives de croissance pour l'Amérique latine aient été révisées à la baisse dans la foulée des difficultés qu'éprouve le Brésil, la situation dans la région s'est redressée grâce à l'instauration de politiques budgétaires rigoureuses et à l'adoption du nouveau programme d'ajustement du FMI.

Toutefois, l'évolution de l'activité économique à l'échelle mondiale demeure incertaine.

Au Japon, l'économie n'est pas sortie de son marasme. Mais à la faveur d'une poursuite de la réforme du secteur bancaire et de la mise en œuvre de mesures budgétaires et monétaires expansionnistes, une reprise graduelle pourrait s'amorcer dans ce pays l'année prochaine.

L'activité économique s'est ralentie dans les principaux pays européens, particulièrement en Allemagne, et les prévisions relatives à la croissance pour 1999 ont été révisées à la baisse. Les réductions de taux d'intérêt opérées récemment par la Banque centrale européenne devraient aider à soutenir l'activité dans la zone euro au cours de la prochaine année.

Le facteur externe le plus positif pour le Canada demeure la vigueur de l'économie américaine; celle-ci continue de résister au ralentissement mondial et de dépasser toutes les prévisions à son sujet, affichant encore un rythme de croissance rapide, un niveau de chômage très bas et une inflation apparemment jugulée. Le taux d'accroissement de la



production devrait rester relativement robuste, mais on s'attend à ce qu'il fléchisse par suite d'un tassement des dépenses consacrées aux biens de consommation durables, au logement et à l'outillage de production. Par ailleurs, l'inflation aux États-Unis ne devrait pas varier de façon sensible en 1999.

On prévoit également que les cours des produits de base remonteront en 1999, à mesure que l'offre excédentaire sur les marchés mondiaux se contractera.

Dernièrement, à la lumière du dynamisme remarquable de l'économie américaine, de l'amélioration du climat financier international et de la forte progression des emplois à plein temps au pays, la plupart des prévisionnistes ont revu à la hausse leurs estimations du rythme de l'activité économique au Canada en 1999. Selon les plus récentes prévisions du secteur privé, la croissance sera de 2,8 % cette année. La Banque a elle aussi relevé ses projections, et elle anticipe maintenant une croissance de l'ordre de $2\frac{3}{4}$ à $3\frac{3}{4}$ %. Les prévisions qui s'approchent de la limite supérieure de cette fourchette reposent sur une réaction plus vive des exportations aux niveaux actuels de la compétitivité que celle retenue par la plupart des prévisionnistes du secteur privé. La Banque s'attend à ce que l'économie continue de croître à une cadence similaire en l'an 2000, alors que les dernières prévisions du secteur privé font état d'une croissance de 2,3 % seulement.

Selon les projections de la Banque, une augmentation de la demande globale signifierait que la marge *estimative* de capacités inutilisées serait absorbée au cours des quatre à six prochains trimestres. Toutefois, compte tenu de l'incertitude entourant les estimations actuelles (voir la Note technique 4 dans la version complète du *Rapport*), la Banque devra accorder de plus en plus d'importance à un certain nombre d'indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production et sur l'inflation.

Sur la foi de ces prévisions, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait s'accélérer graduellement au cours des dix-huit prochains mois, mais demeurer dans la moitié inférieure de la fourchette cible.

Conclusions

Les probabilités d'une évolution de l'économie et de l'inflation plus favorable ou moins favorable que prévu par la Banque semblent s'équilibrer. Toutefois,

il y a lieu d'insister sur le caractère hypothétique des projections, étant donné le climat d'incertitude qui continue de régner. L'un des principaux risques pesant sur les perspectives de l'économie mondiale concerne la disparité qui existe entre la tenue économique respective des grands pays industriels.

Au pays, les estimations de la capacité de l'économie de produire des biens et des services et, par conséquent, de la marge de capacités inutilisées sont incertaines. C'est pourquoi la Banque doit accorder une importance accrue à l'évolution d'un ensemble d'indicateurs susceptibles de la renseigner sur le degré des pressions qui s'exercent sur la capacité de production de l'économie. Elle doit notamment surveiller le taux d'inflation observé par rapport au taux attendu, l'expansion de la monnaie et du crédit, les accords salariaux et les signes de goulots d'étranglement du côté de l'offre, tout en tenant compte des renseignements fournis par ses représentants régionaux.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an. Pour recevoir des exemplaires du rapport au complet ou du *Sommaire*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, Services de communication, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@bank-banque-canada.ca;

site Web : <http://www.bank-banque-canada.ca/>

CA1
FN73
- M56

Government
Publications

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

- November 1999 -



Library of Parliament centennial silver dollar. The reverse of the 1976 silver dollar was used to commemorate the 100th anniversary of the completion of the Library of Parliament. This attractive building was the only part of the original centre block of the Parliament Buildings that was saved during the disastrous fire of 1916. It is still in use and is a popular tourist attraction in Ottawa.

The design is the work of John Mardon.

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

3802
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

MONETARY POLICY REPORT

— November 1999 —



In facing the various challenges that may arise over the next year, it will be crucial to ensure that the Bank continues to deliver a trend of inflation that is inside our target range of 1 to 3 per cent. It is only when Canadians can count on inflation staying low and stable that our economy performs best.

– Gordon Thiessen

*The Challenges for Canadian Monetary Policy in the
Year 2000*

*Remarks by Gordon Thiessen
Governor of the Bank of Canada
to the Greater Charlottetown Area
Chamber of Commerce
Charlottetown, Prince Edward Island
2 November 1999*

CONTENTS

1. Introduction	5
2. Recent Developments in Inflation	6
Inflation and the target range	6
Factors at work on inflation	10
3. Achieving the Inflation-Control Targets	17
4. The Outlook for Inflation	21
International background	21
Aggregate demand and supply in Canada	23
Measures of inflation expectations	24
Other factors affecting inflation	26
Other indicators of inflation pressures	27
Monetary indicators	27
Inflation projection	29
5. Conclusions	30
Bibliography	31

CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively and thereby contributes to better growth over time.
- Inflation-control targets ensure that monetary policy works to moderate cyclical fluctuations in income and employment. These targets help the Bank to make more accurate judgments about the growth potential of the economy.

The monetary policy instrument

- The Bank of Canada uses its influence on short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target range. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in monetary conditions is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. In December 1993, this target range was extended to the end of 1998. In February 1998, it was extended again to the end of 2001.
- By the end of 2001, the government and the Bank plan to determine the long-run target for monetary policy consistent with price stability.

Monitoring inflation

- In the short run, there is a good deal of movement in the CPI caused by transitory fluctuations in the prices of food and energy, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on the CPI excluding food, energy, and the effect of indirect taxes. This measure is referred to as the *core* CPI.
- Over longer periods, the measures of inflation based on the total CPI and the core CPI tend to follow similar paths. In the event of persistent differences between the trends of the two measures, the Bank would adjust its desired path for core CPI inflation so that total CPI inflation would come within the target range.

1. INTRODUCTION

Since the *May Report*, the international economic environment has continued to improve. Economic activity abroad grew faster than expected, while inflation in the major economies remained subdued. Japanese output increased sharply, following two years of severe recession. In Europe, growth picked up, and a number of the Asian economies that bore the brunt of the 1997–98 financial crisis have staged a remarkable recovery. The U.S. economy again showed surprisingly strong increases in spending and output, as well as low inflation, despite tight labour market conditions and high levels of economic activity.

Against this background, Canada's exports grew strongly. Domestic spending also gained momentum, and the margin of unused capacity in the economy declined. Inflation increased moderately, moving towards the middle of the Bank's 1 to 3 per cent target range, and inflation expectations seem to be settling around this level. With core inflation in the lower half of the target range and a degree of slack in the economy, the Bank of Canada kept its target for the overnight interest rate unchanged.

In determining the future conduct of monetary policy in Canada, two key issues will have to be faced. First, there is the risk of a buildup of inflation pressures in the United States and the implications for Canada. Second is the momentum of demand in the Canadian economy from both domestic and international sources, combined with the uncertainty surrounding estimates of the potential level of output. These issues will require the Bank to pay very close attention to a wide range of coincident and leading indicators of pressures on inflation in order to make timely policy judgments.

In an improving international setting, the Canadian economy has gained momentum and maintained low inflation.

Given the strength of the U.S. economy and the momentum of demand here in Canada, the Bank will need to pay very close attention to a wide range of indicators of potential inflation pressures.

This report includes information received to 5 November 1999.

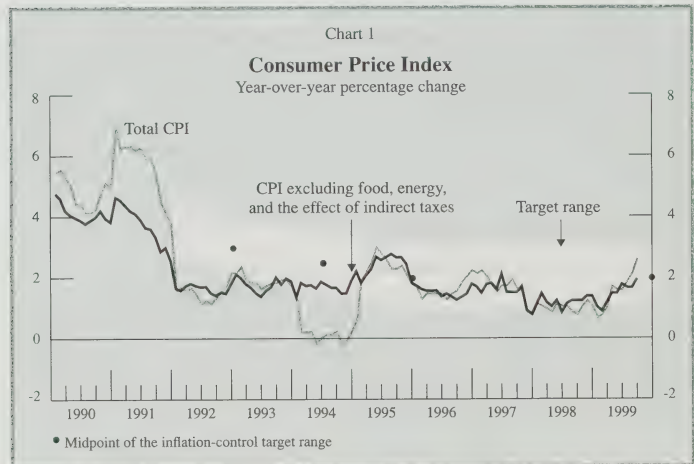
2. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

Core inflation has moved broadly in line with expectations towards the midpoint of the target range . . .

In the last six months, core inflation (CPI excluding food, energy, and the effect of changes in indirect taxes) has moved upwards from the lower part of the Bank's inflation-control target range towards the midpoint. This move was broadly in line with expectations but occurred more quickly than expected because of the timing of certain transitory factors.

Inflation and the target range

The 12-month rate of increase in the core CPI was 1.9 per cent in September, compared with 1.2 per cent last March (Chart 1). Two other statistical measures of the trend rate of inflation (CPIX and CPIW)¹ are currently at the same level as core inflation (Chart 2).



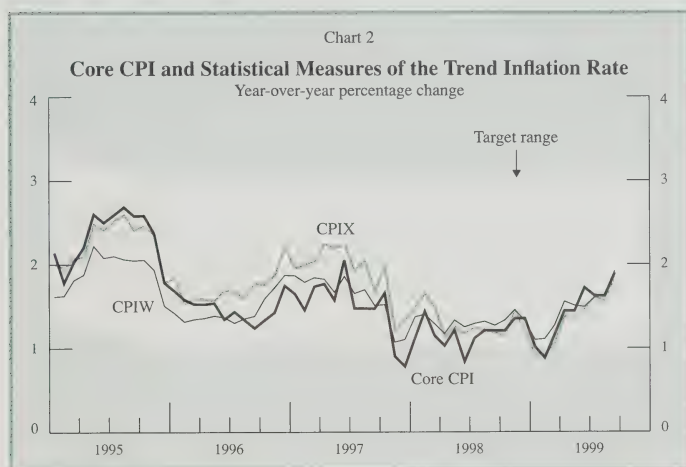
. reflecting, among other factors, the effects of the earlier depreciation of the dollar.

Several developments contributed to the rise in core inflation over the past six months. Prices for most imported consumer goods and services rose markedly as a result of the depreciation of the Canadian dollar between the autumn of 1997 and the latter part of 1998, contributing significantly to higher consumer prices.

1. CPIX excludes the eight most volatile components from the CPI as well as the effect of indirect taxes on the remaining components. CPIW uses an additional adjustment to each CPI basket weight that is inversely proportional to the component's variability. For more details, see Technical Box 1 in the November 1997 Report.

Core inflation continued to be held up by the general expectation that longer-term inflation would be close to the middle of the inflation-control target range. The brisk pace of price cuts for both computer products and long-distance telephone service, which has been an important feature of overall price developments, began to slow. In addition, airfares rose considerably and unexpectedly, partly because of sharply higher fuel prices.

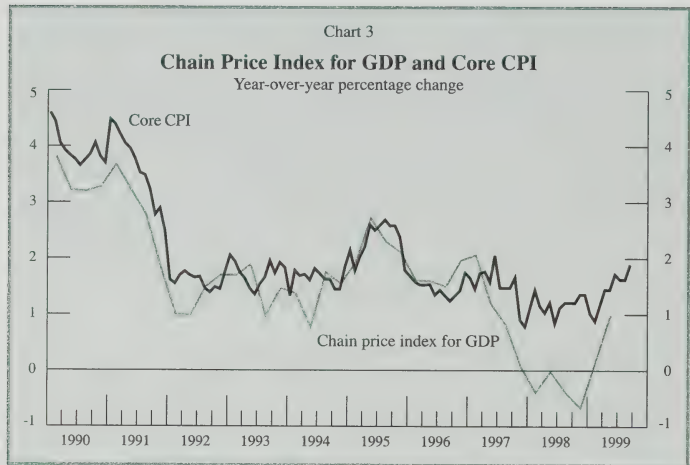
At the same time, two fundamental influences limited the increase in core inflation. Some slack in product and labour markets was present throughout this period, and unit labour costs have been largely unchanged over the past year.



Sharp gains in the prices of both gasoline and natural gas pushed the 12-month rate of increase in the total CPI up significantly to 2.6 per cent in September, from 1.0 per cent in March. This increase should be temporary, given that international oil prices are no longer under upward pressure. Total CPI should therefore move down towards the core inflation rate through next year.

Increased prices for the commodities that Canada exports led a recovery in the chain price index for GDP over the first half of 1999 after its decline in 1998. This economy-wide measure of prices rose by 1.0 per cent during the past year (Chart 3). Price gains continued to be modest for both consumer expenditures (similar to those recorded in the CPI) and business fixed investment.

The chain price index for GDP rose in the first half of 1999 . . .



reflecting a marked increase in commodity prices.

World commodity prices have rebounded considerably since the end of 1998 (Chart 4) because of firmer global demand and some restrictions in supply. Metals prices rose sharply over this period, reflecting an increase in Asian and European demand as well as production cutbacks for certain metals. Crude oil prices surged between March and September with news of major cutbacks by OPEC and several non-OPEC producers, as well as mounting demand in the United States. In contrast, market conditions for many foodstuffs remain soft because of abundant supplies.

The Bridge/CRB index, a broad index of commodity prices followed by many analysts, has recently performed sluggishly compared with the significant rise in the Bank of Canada's commodity price index. This results mainly from the weakness in the price of food products combined with a weight on these products that is much greater in the CRB index than in the Canadian economy (Technical Box 1).

Technical Box 1

Bank of Canada Commodity Price Index versus the Bridge/CRB Index

The Bank of Canada commodity price index (BCPI), published weekly,¹ tracks movements in the world prices of the major commodities produced in Canada.² It is an arithmetic, fixed-weight index of the spot or transaction prices in U.S. dollars of 23 commodities sold in world markets. The weight of each commodity in the index is based on the average value of its production in Canada between 1982 and 1990.

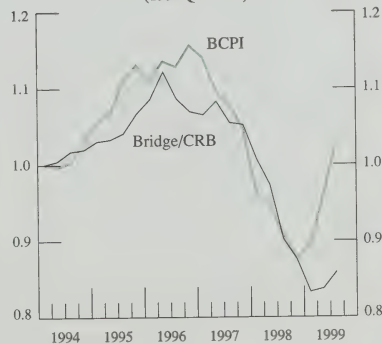
An alternative measure, which many analysts follow closely because it is available daily, is the Bridge/CRB index of commodity futures prices. Produced by the Commodity Research Bureau in the United States, this index weights its components equally and uses average U.S. dollar prices for contracts with maturities of up to six months. There are 17 commodities in the CRB index. Of the nine items in its foodstuffs subindex, five are not part of the BCPI: cocoa, coffee, soybeans, orange juice, and sugar. Of the eight raw industrial commodities, cotton and platinum are not included in the BCPI. The CRB index excludes the forest products (lumber, pulp, and newsprint) that account for almost 30 per cent of the BCPI, as well as various other components of the BCPI (barley, canola, cod, lobster, salmon, aluminum, zinc, nickel, potash, sulphur, and coal). The weight for energy commodities (crude oil, heating oil, and natural gas) is only about 18 per cent in the CRB index, compared with almost 35 per cent in the BCPI.

Because the BCPI is a price index of commodities produced in Canada and is constructed using Canadian weights, it is better suited to the analysis of Canadian economic developments. Consistent with this conclusion, research has shown that there is no stable statistical link between the Canada/U.S. exchange rate and the CRB index.

Index Components

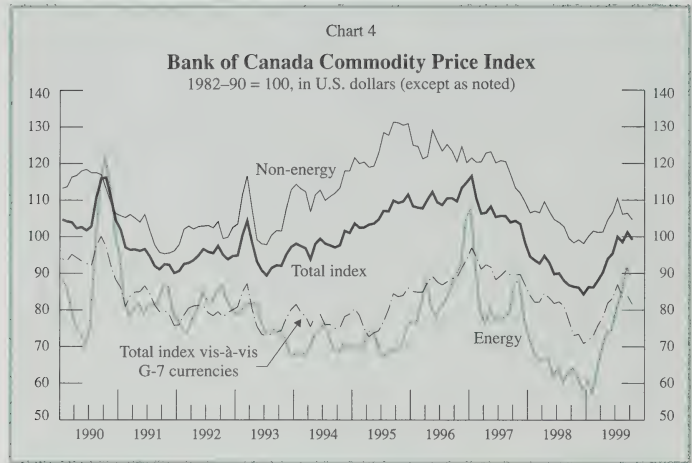
Major commodity categories	Weight (%)	
	BCPI	Bridge/CRB
Energy	34.8	17.7
Industrial materials	46.3	29.4
Precious metals	3.4	17.7
Base metals	11.0	5.9
Forest products	29.6	0.0
Other	2.3	5.9
Food	18.8	53.0
Grains and oilseeds	8.8	17.7
Livestock	9.3	11.8
Fish	0.7	0.0
Others	0.0	23.6

BCPI and Bridge/CRB Indexes (1994Q1 = 1.0)



1. The BCPI is updated on Fridays, in the *Weekly Financial Statistics*, and is available on the Bank of Canada's Web site (<http://www.bank-banque-canada.ca>).

2. See Novin and Stuber (1999) for details on recent developments in global commodity markets.



Factors at work on inflation

Aggregate demand

Growth in real GDP strengthened in the first three quarters of 1999.

Canada's economy expanded robustly in the first three quarters of 1999, continuing to take up slack. Monetary conditions remained accommodative, U.S. aggregate demand was exceptionally strong, and the Asian economy and world commodity markets began to turn around. As a result, Canada's real GDP (based on national accounts data) rose at an annual rate of 3.8 per cent in the first half of 1999, compared with 2.8 per cent between the fourth quarter of 1997 and the fourth quarter of 1998. Growth in the third quarter of 1999 is expected to be even more robust than in the first half, as indicated by strong quarterly automobile sales as well as by healthy retail sales and production in July and August.

... as household expenditures rose strongly.

Household expenditures rose much more strongly in the first six months of 1999 than in the second half of 1998. As a result, the personal savings rate declined further, reaching a very low level by mid-1999. (The overall national savings rate has, however, shown a rising trend since 1992, as discussed in Technical Box 2.)

A number of labour market factors helped raise consumer confidence (Chart 5), which contributed to the considerable boost in sales of housing and durable goods in the first half of 1999 and into the third quarter. Marked employment gains over the past year were particularly evident in full-time, non-self-employed

Technical Box 2

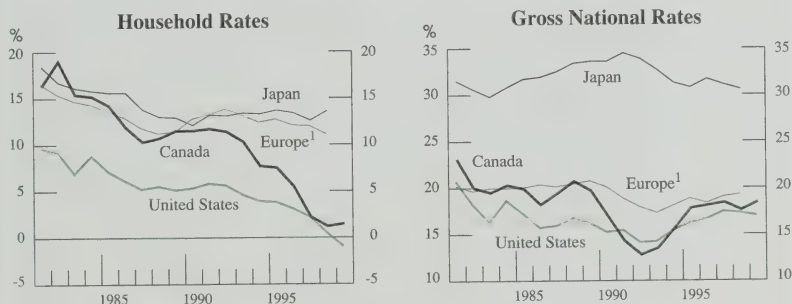
Canadian Savings Rates in an International Context

National savings rates (which include savings by households, businesses, and governments) in both Canada and the United States have increased noticeably since 1992, mainly because of improvements in government fiscal positions.¹ This has occurred even though household savings rates have continued to decline.² After a substantial reduction in the early 1990s, Canada's national savings rate has now recovered to a level similar to that of the major European nations and is back above that of the United States.

The decreases in household savings rates have tended to coincide with increases in the net worth of households, in part because of capital gains. This latter development may have reduced the perceived need of households to save from disposable income, since their stock of wealth was already rising. Among the G-7 countries, the most notable increases in net worth during the 1990s have occurred in Canada, the United States, and France.

The recent declines in household savings rates in industrialized countries during the 1990s have also, in general, coincided with improvements in fiscal balances. This suggests that sustained improvements in government financial balances can lead households to expect lower future tax obligations and therefore decrease the component of their savings intended for future tax payments. Empirical evidence for Canada suggests that 50 to 60 per cent of a persistent improvement in the government sector's fiscal situation would be matched by lower household savings.³

Savings Rates in G-7 Countries



Source: OECD (1999)

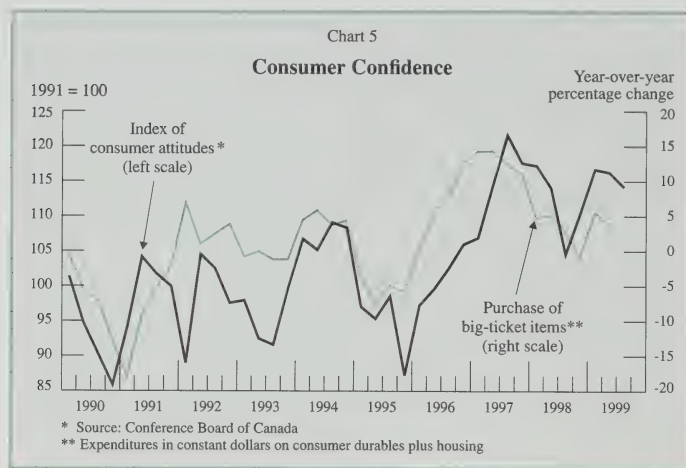
1. Simple average of Germany, France, Italy, and the United Kingdom

Note: Estimates for Canada and the United States for 1999 are based on the first two quarters.

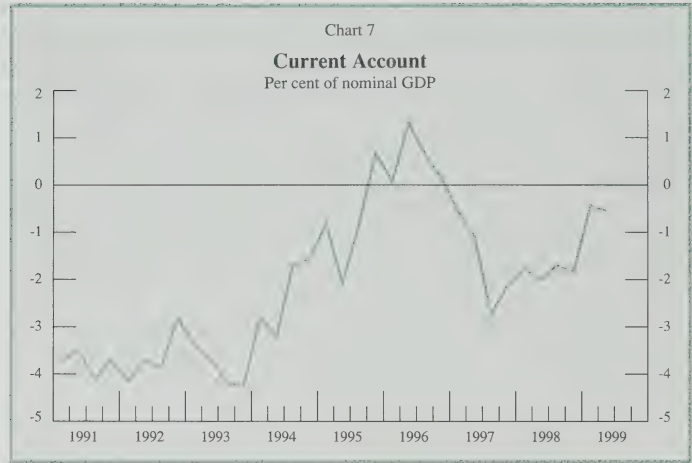
Data for gross national savings rates in Europe and Japan in 1998 are staff estimates based on currently available information.

1. In this discussion, savings rates are measured on a national accounts basis.
2. Household savings rates across countries should be compared with caution because of differences in inflation, taxation, national accounts definitions, and economic conditions.
3. See Bérubé and Côté (forthcoming Bank of Canada working paper).

positions (Chart 6).² Better job prospects brought workers back into the labour force, and participation rates rose for both sexes at all age levels. Even so, since mid-1998 the unemployment rate has decreased by 1.2 percentage points.



2. Total employment growth was weak from February to August (after rapid growth in the previous months). In interpreting economic developments, we have tended to de-emphasize the short-term fluctuations in this measure because, in the last couple of years, its quarterly profile within a given year has not reflected the quarterly profile of GDP growth, as had been the case historically. Thus, in Chart 6, employment growth is shown on a year-over-year basis.



Cost control

Underlying wage increases were somewhat higher in the first half of 1999...

...but overall unit labour costs declined.

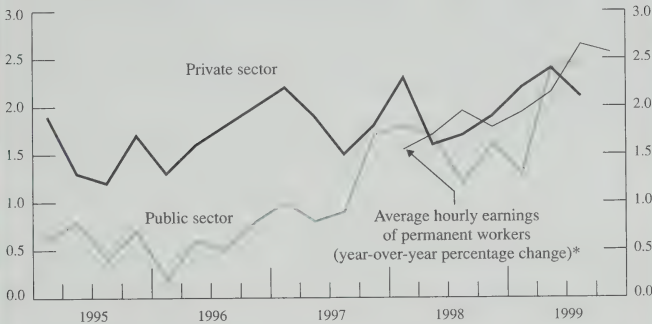
Wages, the largest component in the total cost of producing goods and services, have tended to rise at a somewhat higher rate in 1999. Over the first eight months of this year, annual wage settlements in the unionized private sector averaged 2.2 per cent, compared with 1.8 per cent in the second half of 1998 (Chart 8). Public sector wage settlements averaged 1.9 per cent. The average rate of wage increases in the unionized sector was affected by substantial settlements in skilled occupations where demand is strong, such as nursing and computer technology. Statistics Canada's *Labour Force Information* reports that the year-over-year increase in the average hourly wage (excluding overtime) for permanent workers was 2.1 per cent in the second quarter of 1999 and 2.6 per cent in the third quarter, compared with 1.8 per cent in the fourth quarter of 1998. Thus, the underlying wage increase in the total economy was in the 2 to 2.5 per cent range.

This pickup in wage growth is occurring, however, at the same time as a resumption in the growth of labour productivity. Indeed, with only a modest increase in labour income per person-hour, partly because of a compositional shift towards lower-paid workers, the productivity pickup led to unit labour costs edging down on a year-over-year basis (Chart 9). Over time, labour income (adjusted for underlying inflation) would be expected to rise at a rate related to the trend in labour productivity growth.

Chart 8

Wage Settlements and Other Wage Indicators

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements

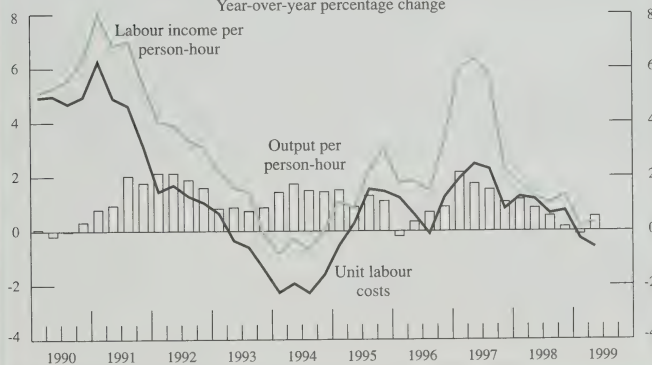


* Source: Labour Force Information

Chart 9

Unit Labour Costs and Labour Productivity

Year-over-year percentage change



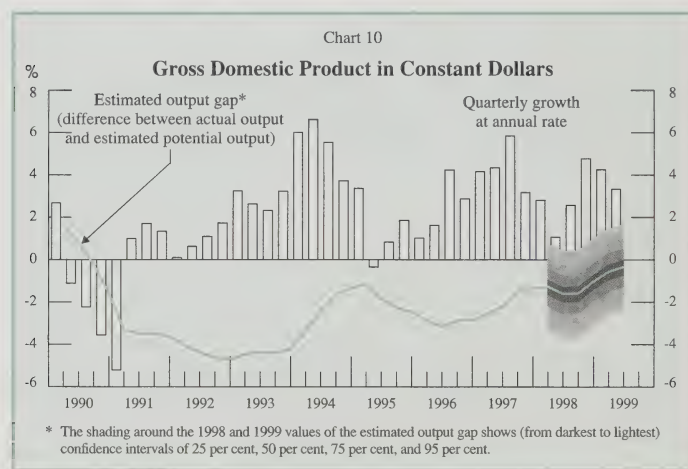
Estimated pressures on capacity

Output grew faster in the first half of 1999 than the estimated rate of expansion in the economy's capacity to produce. As a result, the Bank's traditional estimate of the output gap—the amount of excess supply in the economy as a percentage of capacity output—narrowed from about 1.0 per cent at the end of 1998 to

Although the estimated amount of excess supply diminished further.

about 0.25 per cent at mid-1999 (Chart 10).³ However, as we have emphasized before, estimates of the output gap must always be viewed cautiously. Historical data for real GDP are frequently revised. There is also a high degree of uncertainty about the effects on potential output of such factors as low inflation, large investments in technology and new machinery and equipment, and various policy measures that have made product and labour markets more flexible.

As outlined in the last *Report*,⁴ when the economy is thought to be operating near capacity, and given the uncertainty about measures of potential output and the output gap, close attention must be paid to a wide set of indicators of pressures on capacity and on inflation, including movements of core inflation relative to expectations. The indicators that have been discussed in this section do not point to any significant increase in pressures over the past six months.



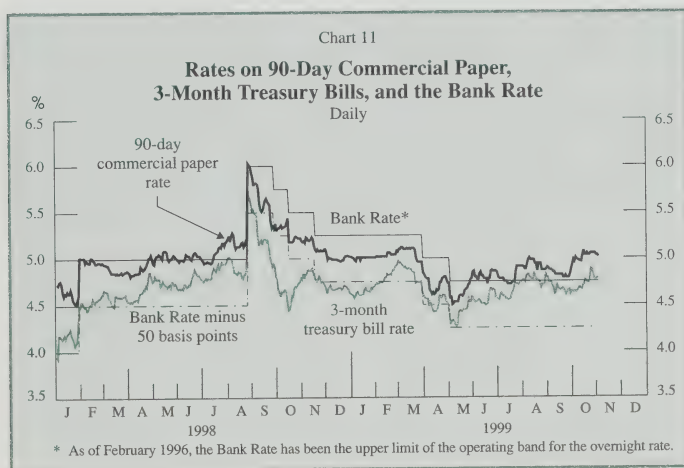
3. At the time of the *May Report*, the output gap for the end of 1998 had been estimated at about 1.25 per cent. Historical estimates of the output gap were revised after a review of the path of potential output. This review included taking account of major historical revisions to the national accounts estimates of real GDP (especially for 1995–97) that were released in June.

4. See Technical Box 4 in the *May 1999 Report*.

3. ACHIEVING THE INFLATION-CONTROL TARGETS

The Bank of Canada has held the Bank Rate at 4.75 per cent since May, following three reductions over the preceding six months (Chart 11). There has, nevertheless, been a move upward in money market rates, reflecting actual and expected increases in U.S. short-term interest rates as well as market sentiment that Canada would follow suit.

Although the Bank of Canada did not change the Bank Rate, money market interest rates moved up ...



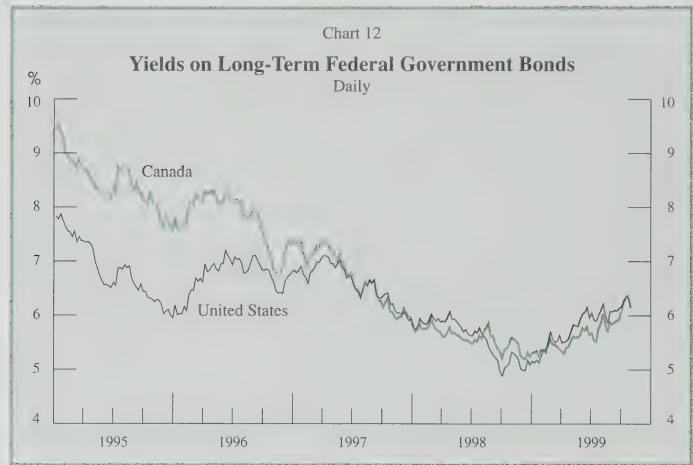
The U.S. Federal Reserve announced quarter-point increases in its target rate for federal funds on 30 June and on 24 August, raising the rate to 5.25 per cent. These actions were taken to reduce the risk of rising inflation because demand had grown at a surprisingly rapid pace and the markets for many goods and services were already very tight. In addition, the financial strains that had prompted lower interest rates in 1998 had eased. At its 5 October meeting, the Federal Open Market Committee left the target funds rate unchanged, but indicated that it was alert for evidence of inflation pressures and that more tightening might become necessary. On this news, U.S. market rates rose further.

... as U.S. short-term interest rates rose.

Given the strength of spending in the United States, an increase in U.S. short-term rates had been anticipated in bond markets, where yields had been rising since the start of the year (Chart 12). Medium- and longer-term interest rates continued to rise during the summer and early autumn, with yields on long-term U.S. government bonds rising above 6 per cent.

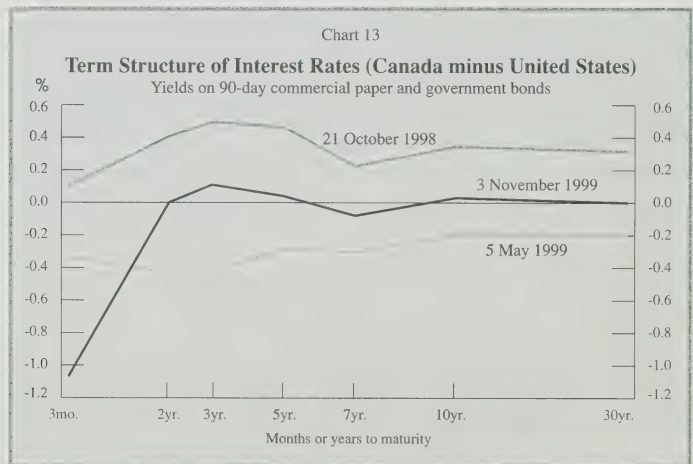
With U.S. longer-term rates up ...

Yields in Europe have also risen, reflecting the view that economic growth there is strengthening.



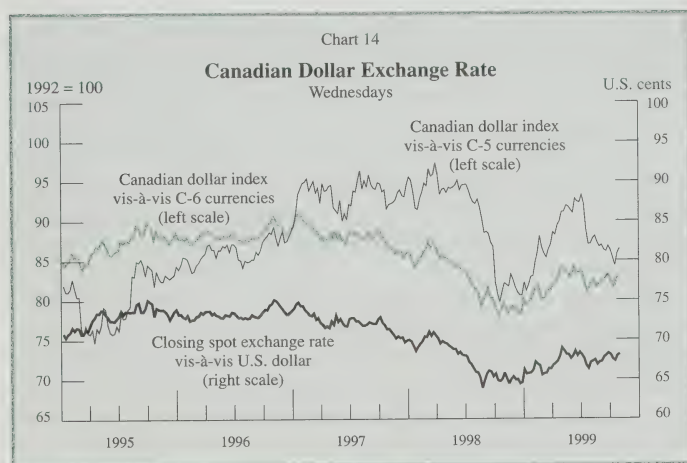
... Canadian bond yields and mortgage rates have also increased.

Bond yields have increased more in Canada than in the United States, and negative spreads have largely disappeared (Chart 13). This increase in bond rates has also affected the mortgage market. Between May and October, the cost of 1- and 5-year mortgages at major lending institutions in Canada increased by about 100 basis points. Demand for mortgage loans, however, has remained strong.

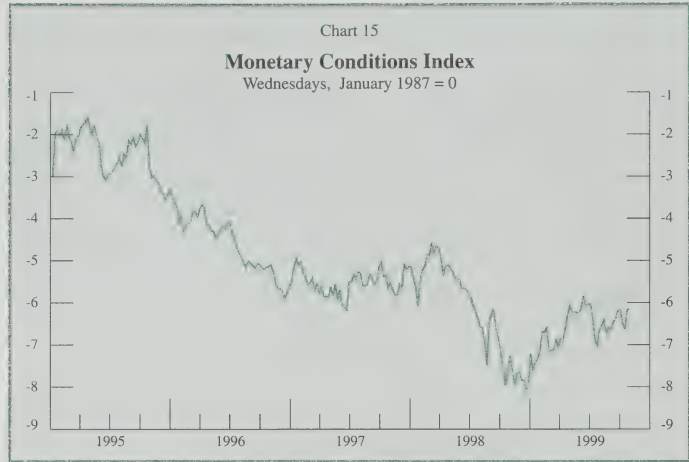


For most of the period since the last *Report*, the Canada/U.S. exchange rate has tended to fluctuate in a range of 66 to 68 U.S. cents (Chart 14). Wider negative short-term interest rate spreads that followed the increases in U.S. short-term interest rates have worked against the Canadian dollar. At the same time, however, it has been supported by strengthening commodity markets and the improving current account of the balance of payments, as well as by the strong fundamentals of the Canadian economy. Over the same period, the U.S. dollar has tended to weaken. For example, because of unexpectedly large increases in output in Japan, the yen jumped sharply. The net effect of these currency movements on the Bank's C-6 trade-weighted index for the Canadian dollar was a decline of about 2 per cent between May and October.

The effect on the exchange rate of the rise in U.S. short-term interest rates was countered by a strengthening trend in the economy and higher commodity prices.



With the increase in short-term interest rates and the fluctuations in the Canadian dollar, the Bank's monetary conditions index (MCI) has varied between -7.0 and -6.0 over the past six months (Chart 15).



Preparations for the year-2000 date change

The Bank of Canada and Canadian financial institutions have prepared thoroughly for the year-2000 date change. Systems for banking, securities, and payments have been tested extensively for compliance.

The Bank of Canada, like other central banks, has announced contingency arrangements for the period leading up to the transition to the new year and immediately thereafter. These measures, combined with the preparations of financial institutions, will provide Canadian households, financial institutions, and businesses with a further measure of confidence that extraordinary demands for currency or liquidity will be met, and should effectively counter unusual financial pressures.⁵

Participants in the financial markets have been taking precautions to avoid technical problems, and these have been absorbed without undue strain in markets. For example, many large borrowers have switched to longer-term financing, putting some upward pressure on corporate-government yield differentials and swap spreads. In short-term money markets and derivatives markets, actions to avoid exposures during the first business days of the new year were reflected in a small increase in 3-month inter-bank rates at the end of September. These movements in financial market prices have not, however, been large enough to have any significant effect on economic activity. And the contingency

5. The Governor's speech to the Regina Chamber of Commerce on 23 September outlined these preparations. The Bank of Canada's Web site (<http://www.bank-banque-canada.ca>) presents a wide range of information on year-2000 arrangements, including the press release on contingency arrangements for the provision of liquidity (2 September).

arrangements mentioned above should prevent significant movement in interest rates in response to year-end pressures.

4. THE OUTLOOK FOR INFLATION

Overall, our analysis suggests that the most likely outcome over the next 18 months is for little change in core inflation. However, there are a number of risks to this projection.

International background

Although growth in emerging-market economies will remain relatively weak this year, it is now expected to be stronger than originally anticipated and should pick up significantly in 2000 (Technical Box 3).

The economic outlook for the major industrial countries is, on balance, encouraging and shows less divergence among countries than at the time of the last *Report*.

In Japan, real GDP rose considerably in the first half of 1999, partly as a result of fiscal stimulus. Nevertheless, not all indicators suggest that a sustainable recovery in private sector demand has taken hold. As a result, it will be important that economic policies continue to promote expansion.

Economic growth in the major European countries remained below the growth in potential output in the first half of 1999. The euro area should see some improvement over the next year and a half, chiefly reflecting the past easing in monetary conditions.

In the United States, the overall pace of economic expansion is expected to remain robust through year-end. However, a slowdown in economic growth to a more sustainable pace is projected starting early next year.

U.S. core inflation (which excludes food and energy prices) has been close to 2 per cent in recent months. But, on balance, economic developments point to the risk of core inflation beginning to rise by early next year. These factors include continuing excess demand in labour markets, as well as supply bottlenecks in some areas, the recent depreciation of the U.S. dollar, and rising commodity prices.

While easing in some world prices of commodities important for Canada is anticipated over the next few months, prices are expected to recover further during 2000 as demand continues to rise and restrictions on supply persist. By the middle of next year, crude oil prices are likely to fall back from their current high levels as major oil producers increase production.

Recovery is underway in many of the emerging-market economies.

And although the strength of the recovery in Japan remains uncertain . . .

. . . the euro area is expected to pick up.

U.S. output growth should remain strong over the near term . . .

. . . with a risk that U.S. core inflation will increase.

Non-energy commodity prices should recover further in 2000.

Technical Box 3

The Recovery in Emerging Markets

Prospects for emerging-market economies seem more favourable than earlier this year.

In Asia, the countries most affected by the 1997 crisis have recovered more quickly than expected as a result of their increased competitiveness and the subsequent easing of domestic fiscal and monetary policies. While growth in most Asian countries this year will exceed earlier expectations, two challenges remain. First, there is a risk that the improved economic performance to date might reduce the willingness to undertake the structural reforms needed to put these economies on a solid footing. Second, it may be difficult to sustain the required revival of private spending on consumption and investment when structural changes are creating considerable uncertainty.

In Latin America, the outlook for Mexico and Brazil is more encouraging than it was a year ago. Adjustments in Brazilian fiscal policy have exceeded the targets under the IMF program so far in 1999, and the rollover of interbank and trade credit was successful. These developments and the containment of inflationary pressures following the floating of the exchange rate have allowed the authorities to lower short-term interest rates. Elsewhere in Latin America, the growth outlook is less encouraging. Argentina and Colombia, in particular, are suffering especially severe recessions.

In Russia, the devaluation of the rouble has encouraged significant import substitution and a large increase in domestic production. While this, together with the increase in world oil prices, is good news for Russia, capital flight is making it difficult for the country to honour its external payment commitments.

Although the risk premiums on emerging-market borrowing, represented by the spreads on Brady bonds,¹ have fallen from the peak following the August 1998 devaluation of the rouble, they remain relatively high, reflecting the still-fragile state of many of these economies. However, creditworthy borrowers such as Argentina, Brazil, and Mexico have retained access to international capital markets.

**Spreads Between Emerging-Market Brady Bonds
and U.S. Treasury Bonds of Similar Maturities**



Source: JP Morgan Emerging Market Bond Index

1. Brady bonds are mainly collateralized debt from emerging-market countries and are denominated in U.S. dollars.

Aggregate demand and supply in Canada

Our outlook for the Canadian economy is based on the U.S. forecast described above that involves a recovery in the second half of 1999 from the temporary slowdown in the second quarter, but then a significant easing to more sustainable growth rates in 2000.

Canadian exports are likely to show stronger growth in the second half of 1999, given the anticipated increase in the growth of the U.S. economy and the recovery in commodity prices. Next year, however, export growth should ease in line with the expected slowdown of the U.S. economy, although this should be tempered by the improved economic outlook for Europe and Japan and by Canada's strong competitiveness.

Import growth should also slow during the next 18 months—the result of Canada's solid competitive position and an easing in the strong demand for import-intensive goods.

Business investment is expected to decline slightly in the second half of 1999, following the substantial investments made this year to deal with year-2000 concerns. But investment should expand at a modest rate next year as the recovery in commodity prices improves cash flows.

The outlook for the growth of household spending calls for some slowing towards the end of this year, partly as a result of efforts to rebuild savings. Increased growth in household expenditures in 2000 will depend on continued gains in employment.⁶

While both businesses and households might temporarily boost purchases towards the end of 1999 to minimize the effects of any supply disruptions associated with the year-2000 date change, the effects are likely to be small.

The latest consensus among private sector forecasters for the growth of real GDP (on an annual average basis) has been revised up significantly to 3.6 per cent this year and 2.9 per cent in 2000. At the time of the last *Report*, the consensus forecast was 2.8 per cent and 2.3 per cent, respectively. These trends are broadly consistent with the Bank's view, as expressed in the summer issue of our quarterly *Review*, that real GDP growth in 1999 would be near the top of the 2.75 to 3.75 per cent range that we projected in the May *Report*.

Canadian export growth should ease in 2000.

... but import substitution will support domestic production

Business investment is likely to continue to expand next year.

... while sustained growth of household spending will depend on further employment gains.

Output growth of close to 3.75 per cent is expected for 1999...

6. The recent demutualization of Canadian life insurance companies may help to sustain the growth of household spending in the second half of 1999 and early 2000.

*... followed by growth
in a range of 2.75 to
3.75 per cent in 2000.*

For next year, with a slowdown in the U.S. economy and continued momentum of Canadian domestic demand, the Bank sees output growth in Canada in 2000 in a range of 2.75 to 3.75 per cent.

This projection, together with estimates of potential output using traditional techniques, would suggest that the Canadian economy would be operating at, or slightly above, full capacity in 2000. With the projected level of activity close to the economy's estimated output capacity and because capacity estimates are uncertain, the Bank has begun to put emphasis on the range of indicators discussed in Technical Box 4 in this *Report* to ensure a full and careful assessment of the degree of pressure on capacity and on inflation.

Measures of inflation expectations

*Longer-term inflation
expectations are near
the target midpoint.*

In the regular survey reported in the Conference Board's autumn *Index of Business Confidence*, 85 per cent of respondents expected inflation to be 2 per cent or less over the near term (Chart 16). The percentage of respondents anticipating inflation of 1 per cent or less has fallen sharply since last spring. As well, some 95 per cent of the firms surveyed this autumn by the Bank of Canada's regional representatives expect inflation to remain in the 1 to 3 per cent range. The average private sector forecast for CPI inflation is 1.6 per cent in 1999 and 2.0 per cent in 2000. Typical forecasts of longer-term inflation are between 1.7 and 1.9 per cent, depending on the horizon (Chart 17).

Over the past half-year, the yield differential between conventional and Real Return bonds has widened to above 2 per cent, after drifting down for several years. This widening reflected the rise in long-term nominal interest rates, since yields on Real Return Bonds have been stable. An adjustment of expectations towards the centre of the inflation-control target range might be partly responsible for this change. In any event, the differential between nominal and real rates remains generally in line with the Bank's objective of low inflation. (See Technical Box 3 in the November 1997 *Report*.)

Technical Box 4

Monitoring Inflation Pressures

Since the economy is expected to be operating at, or slightly above, its estimated capacity level next year, the Bank will be watching measures of inflation pressures very carefully. Which measures might give the most timely information on potential inflation pressures? There is no definitive list of indicators for gauging potential inflation pressures, but first and foremost would be a general increase in actual prices or costs that differed from the increase expected by the Bank. The Bank would also look at the core and statistical trend measures of inflation, because they appear to contain information about the underlying tendency in the total CPI.¹ Indicators of core inflation one or two quarters ahead include the Bank of Canada commodity price index (in U.S. dollars), prices for resale housing in major urban areas, and the ratio of unfilled orders to shipments in manufacturing.² Research at the Bank indicates that the change in unit labour costs could also be a useful predictor of future movements in inflation, especially during periods of low, stable inflation.

Inflation expectations have an important influence on actual price and cost behaviour. Surveys help to assess the outlook of firms and workers over both short and long horizons. Data on wage settlements and surveys of expected compensation increases have both proven useful in gauging future changes in unit labour costs. In addition, the Bank's regional representatives collect qualitative information each quarter from about 100 firms or associations, about their own (or their members') pricing and costs, as well as about their expectations for the CPI.

Certain asset prices contain indirect evidence about expectations. Early in the inflationary surges of the 1970s and 1980s, real estate prices increased rapidly, and bond prices fell (long-term interest rates rose). Similarly, the yield differential between conventional and Real Return bonds should be sensitive to any major change in inflation expectations.³

Monetary aggregates can also be useful predictors, with different definitions conveying different kinds of information. Research at the Bank suggests that gaps between the level of narrow money (M1) and the estimate of the underlying demand for it help to predict inflation over horizons of two years and longer.⁴ At the same time, changes in the growth rate of M1 can pick up short-run variations in inflation, perhaps reflecting the accumulation of transactions balances just prior to spending. In the middle of the 1990s, however, financial innovations caused a large increase in M1 that had no inflationary implications, and in the wake of this shift interpreting movements in M1 is still difficult. The growth rates of broad definitions of money such as M2++ have had a stable correlation with current and near-future inflation.

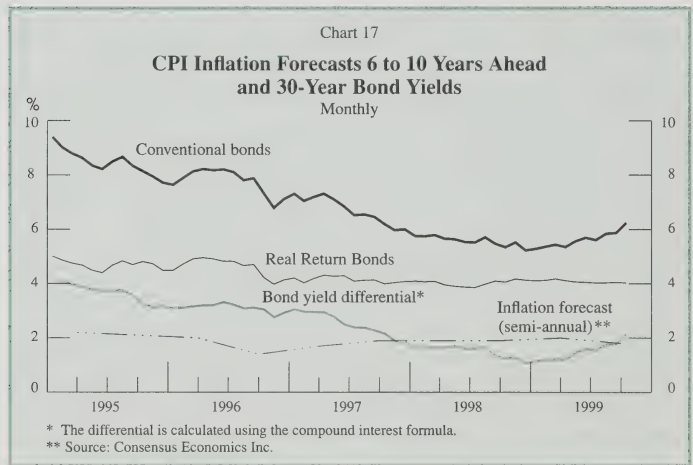
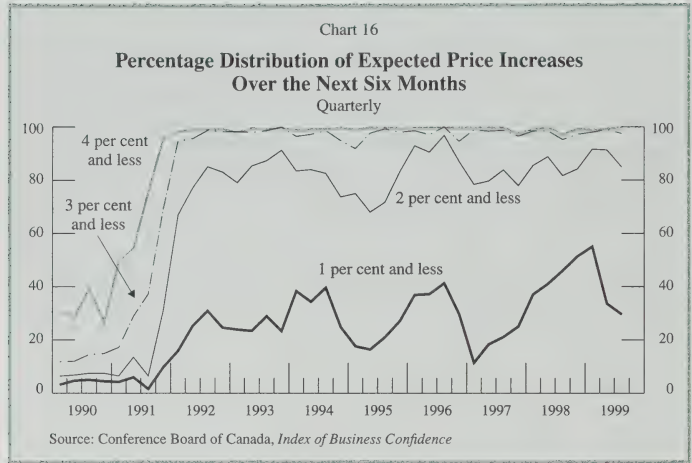
There is no set formula for combining these factors. But past experience suggests that certain combinations raise a warning flag. For example, previous out-breaks of inflation have been preceded by an unexpected rise in the CPI accompanied by substantial increases in real estate prices, rising long-term interest rates, and strong growth of monetary aggregates.

1. See the discussion of statistical measures of trend inflation in Technical Box 1 of the November 1997 Report.

2. See Dion (1999).

3. In contrast, the stock market has been a poor guide to inflation, since equity prices are very volatile and have sometimes weakened sharply on evidence of inflation.

4. Armour et al. (1996) provide empirical evidence, while Laidler (1999) outlines a theoretical explanation.



Other factors affecting inflation

A number of other factors are expected to have little net effect on core inflation.

The depreciation of the Canadian dollar against the U.S. dollar that took place from the autumn of 1997 to the autumn of 1998 is expected to continue to hold inflation up until late 2000, although at a rapidly diminishing rate. At the same time, the high rates of price reduction for long-distance telephone service and computer products that prevailed in 1998 and early 1999 are expected to slow further, moderating their influence on measured price

inflation. On balance, these developments should have little net further effect on core inflation.

There is also a risk that the recent sharp rise in crude oil prices, as well as the substantial increases in the prices of various construction materials, may put upward pressure on items in the core CPI for which these materials constitute a significant part of total costs. The magnitude of these price-level effects would depend on the extent to which the cost changes persist, as well as on market conditions.

Wage increases will likely continue to edge up over the next year and a half, a view consistent with that of the firms recently surveyed by the Bank's regional representatives. However, further productivity gains are expected to keep increases in overall unit labour costs in check.

Other indicators of inflation pressures

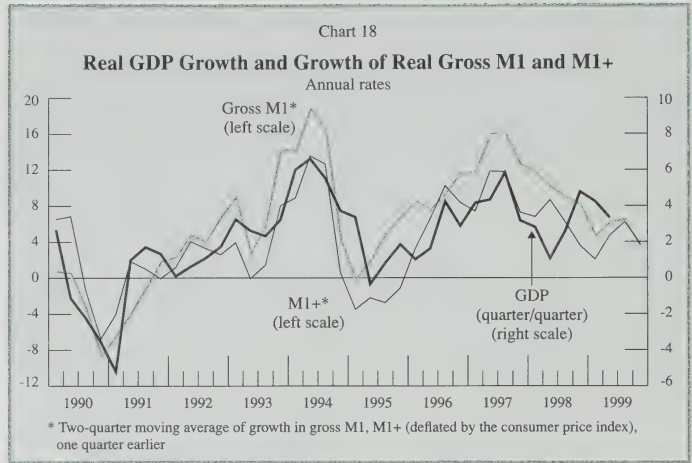
The price of existing housing, based on the Royal LePage index, has picked up somewhat this year with the record pace of sales. New home prices are up only slightly above their year-ago level. However, in a historical context, these indicators do not suggest a significant increase in underlying inflation pressures. The ratio of unfilled orders to shipments in the manufacturing sector (a measure for near-term core inflation) has eased after a marked pickup last year that was partly related to developments in the aircraft industry.

Monetary indicators

The narrow monetary aggregates have continued to grow at a pace consistent with solid economic growth and low inflation. The downward trend in M1 growth since late 1997 partly reflects the declining influence of the special factors that contributed to high M1 growth in the past few years, particularly movements of funds from non-personal notice accounts (not included in M1) into current accounts (included in M1).⁷ As a result, this year the growth rates of the broader measures of transactions money, M1+ and M1++, have been converging towards that of M1 (Chart 18). When substitution effects are taken into account, the recent growth rate of transactions money is consistent with a growth rate of economic activity of about 3 1/2 per cent in the second half of 1999.

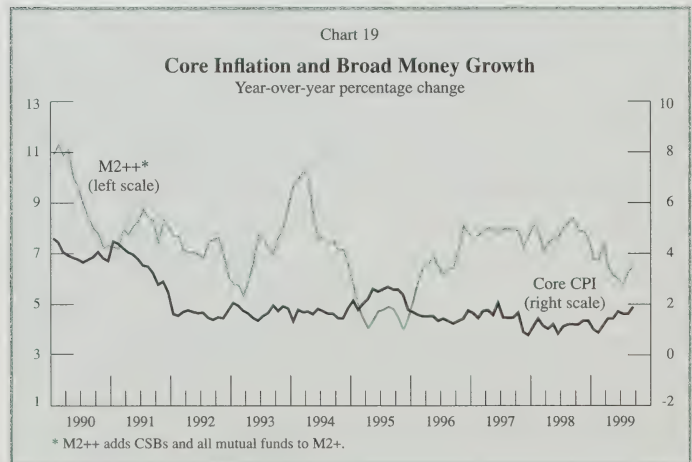
Narrow and broad monetary aggregates are growing at a pace consistent with solid growth and low inflation.

7. These special factors were described by Atta-Mensah and Nott (1999).



The Bank's M1-based inflation model suggests that inflation should remain within the inflation-control target range over the next couple of years.⁸

The year-over-year growth rate of M2++, which is the Bank's preferred measure of broad money, has stabilized in the last few months (Chart 19). The decline in the growth rate from about 8 per cent in 1998 to 6 1/2 per cent currently reflects a deceleration in households' net contributions to bond and equity mutual funds. The recent growth rate of M2++ continues to point to inflation close to the midpoint of the target range over the next year.



8. See Engert and Hendry (1998) for a description of this model.

UN 2 S 30
 Y 24
 22 EC 21 - T21 OECD
 22 EC 2085 W25
 OECD
 National Accounts
 13-214 GDP

per cent and the above, estimates working to keep the target range. Developments are First, the pass- the Canadian ward pressure in unit labour petition in the

Longer-term factors continue to point to trend inflation close to the midpoint of the Bank's target range.

nit any poten- earlier sub- and computer l recovery in pward pres- no longer move down

Total CPI inflation should move back down to the core rate since crude oil prices are no longer under upward pressure.

in close to broadly in t assump- able, non-

... the path the Canadian economy ... close to capacity output.

5. CONCLUSIONS

The outlook for the global economy has continued to improve since the *May Report*. The U.S. economy has remained buoyant, signs of a recovery in Japan have emerged, the euro area appears to have a solid underpinning, and a number of emerging-market economies have outperformed expectations. With this international setting and with strengthening domestic demand, the Canadian economy is likely to register growth of close to 3.75 per cent on an annual average basis in 1999.

For 2000, the Bank now projects economic growth in a range of 2.75 to 3.75 per cent, with core inflation remaining close to the midpoint of its 1 to 3 per cent target range.

However, as we have pointed out in this *Report*, there are some important risks to this projection. These risks relate to the possibility of a stronger momentum of demand from domestic as well as international sources and of potential inflation pressures in the United States.

In order to preserve the low trend of inflation incorporated in this projection, the Bank must be ready to adjust monetary conditions in a timely manner. The challenge will be to assess carefully, using all available coincident and leading indicators, when adjustments are needed. Any resurgence of inflation in Canada would undermine our prospects for a durable expansion.

*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
Gordon Thiessen, Malcolm Knight, Charles Freedman, Paul Jenkins,
Tim Noël, and Sheryl Kennedy.*

BIBLIOGRAPHY

- Armour, J., J. Atta-Mensah, W. Engert, and S. Hendry. 1996. "A Distant-Early-Warning Model of Inflation Based on M1 Disequilibria." Bank of Canada Working Paper No. 96-5.
- Atta-Mensah, J. and L. Nott. 1999. "Recent developments in the monetary aggregates and their implications." *Bank of Canada Review* (Spring): 5-18.
- Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3-21.
- _____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3-23.
- _____. 1993-1994. "Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on monetary policy objectives." *Bank of Canada Review* (Winter): 85-86.
- _____. 1998. "Inflation-control targets extended." Press Release (24 February). *Bank of Canada Review* (Spring): 85-87.
- Bérubé, G. and D. Côté. Forthcoming. "Long-Term Determinants of the Personal Savings Rate: Literature Review and Some Empirical Results for Canada." Bank of Canada working paper.
- Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa: Public Works and Government Services Canada.
- Conference Board of Canada. 1999. *Index of Business Confidence* (Autumn).
- _____. 1999. *Index of Consumer Attitudes* (Autumn).
- Consensus Economics Inc. 1991-1999. *Consensus Forecasts*. Various issues.
- Dion, R. 1999. "Indicator Models of Core Inflation for Canada." Bank of Canada Working Paper No. 99-13.

- Engert, W. and S. Hendry. 1998. "Forecasting Inflation with the M1-VECM: Part Two." Bank of Canada Working Paper No. 98-6.
- Laidler, D. 1999. "Passive Money, Active Money, and Monetary Policy." *Bank of Canada Review* (Summer): 15-25.
- Novin, F. and G. Stuber. 1999. "Recent Developments in Global Commodity Prices: Implications for Canada." *Bank of Canada Review* (Summer): 37-45.
- OECD. 1999. *Economic Outlook*, June. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.
- Thiessen, G. 1999. "The Challenges for Canadian Monetary Policy in the Year 2000." Remarks to the Greater Charlottetown Area Chamber of Commerce, Charlottetown, P.E.I., 2 November.

Engert, W. et S. Hendry (1998). « Forecasting Inflation with the M1-VECM: Part Two », document de travail n° 98-6, Banque du Canada.

Laidler, D. (1999). « La monnaie comme variable passive ou active et la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 17-29.

Novin, F. et G. Stuber (1999). « L'évolution récente des cours mondiaux des produits de base et son incidence sur l'économie canadienne », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 41-51.

OCCDE (1999). *Perspectives économiques*, juin, Paris, Organisation de Coopération et de Développement Économiques.

Thiessen, G. (1999). « Les défis qui se posent à la politique monétaire canadienne en l'an 2000 », allocution prononcée le 2 novembre devant la Greater Charlottetown Area Chamber of Commerce, Charlottetown (Île-du-Prince-Édouard).

BIBLIOGRAPHIE

- Armour, J., J. Atta-Mensah, W. Engert et S. Hendry (1996). « A Distant-Early-Warning Model of Inflation Based on M1 Disaggregates », document de travail n° 96-5, Banque du Canada.
- Atta-Mensah, J. et L. Nott (1999). « L'évolution récente des agrégats monétaires et son incidence », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 5-19.
- Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 3-21.
- _____. (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-23.
- _____. (1993-1994). « Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 85-86.
- _____. (1998). « Prolongation de l'application des cibles de maîtrise de l'inflation », communiqué diffusé le 24 février et reproduit dans la *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 85-87.
- Bérubé, G. et D. Côté (à paraître). « Long-Term Determinants of the Personal Savings Rate: Literature Review and Some Empirical Results for Canada », document de travail, Banque du Canada.
- Canada, Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.
- Conference Board du Canada (1999). *Indice de confiance des entreprises*, automne.
- _____. (1999). *Indice des attitudes des consommateurs*, automne.
- Consensus Economics Inc. (1991-1999). *Consensus Forecasts*, divers numéros.
- Dion, R. (1999). « Indicator Models of Core Inflation for Canada », document de travail n° 99-13, Banque du Canada.

5. CONCLUSIONS

Depuis la parution du *Rapport* de mai, les perspectives de l'économie mondiale ont continué de s'améliorer. L'activité est restée vigoureuse aux États-Unis, des signes de reprise sont apparus au Japon, les économies de la zone euro semblent bénéficier de bases solides et la tenue d'un certain nombre d'économies émergentes a été supérieure aux attentes. Compte tenu du climat international favorable et du raffermissement de la demande intérieure, l'économie canadienne devrait connaître un taux de croissance annuel moyen de près de 3,75 % en 1999.

Pour l'an 2000, la Banque prévoit maintenant que le taux de croissance se situera à l'intérieur d'une plage de 2,75 à 3,75 % et que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeurera près du point médian de la fourchette cible, qui va de 1 à 3 %. Toutefois, comme nous l'avons souligné dans le présent rapport, d'importants risques pèsent sur nos prévisions : il est en effet possible que la demande de biens et services canadiens se renforce tant au pays qu'à l'étranger et que des pressions inflationnistes se manifestent aux États-Unis.

Afin que la tendance de l'inflation se maintienne au bas niveau sur lequel s'appuient nos prévisions, la Banque doit se tenir prête à modifier les conditions monétaires en temps opportun. Le défi qu'elle devra relever sera d'estimer avec soin, à l'aide de tous les indicateurs simultanés et avancés à sa disposition, le moment où de telles modifications s'avèreront nécessaires. Une recrudescence de l'inflation au Canada compromettrait les chances que l'expansion soit durable.

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Gordon Thiessen, Malcolm Knight, Charles Freedman, Paul Jenkins, Tim Noël et Sheryl Kennedy.

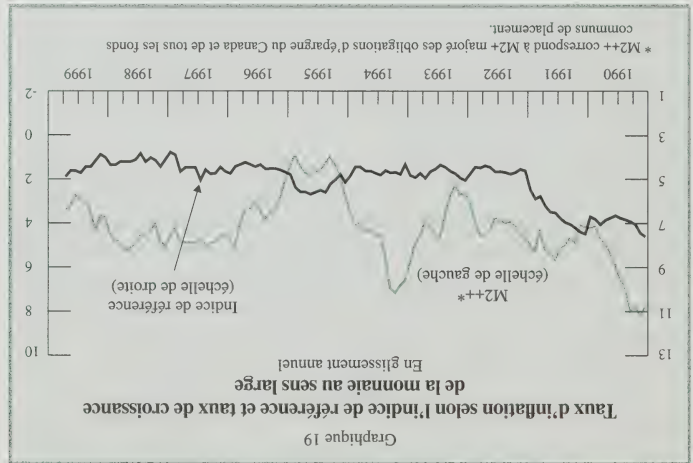
*L'inflation mondiale
par l'IPC global devrait
baisser pour s'établir près
du niveau de l'indice de
référence, les cours du
pétrole brut n'étant plus
soumis à des pressions à
la hausse.*

D'autre part, on s'attend à ce que deux facteurs tempèrent un éventuel recul de l'inflation mesurée par l'indice de référence durant cette période : le fort mouvement de réduction des prix des produits informatiques et des tarifs des appels interurbains devrait continuer de se modérer, et le redressement marqué qu'ont enregistré récemment les prix des produits de base pourrait pousser temporairement à la hausse les coûts autres que ceux de la main-d'œuvre. Néanmoins, les cours du pétrole brut n'étant plus soumis à des pressions à la hausse, l'inflation mesurée par l'IPC global aura tendance à baisser pour s'établir au même niveau que l'inflation mesurée par l'indice de référence.

En résumé, la Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeure près de 2,0 % durant la prochaine année. Cette perspective, qui est largement conforme aux attentes antérieures, se fonde sur deux importantes hypothèses, à savoir que le taux de croissance de l'économie américaine redescendra à un niveau plus soutenable, non inflationniste, et que l'économie canadienne continuera de fonctionner près des limites de sa capacité.

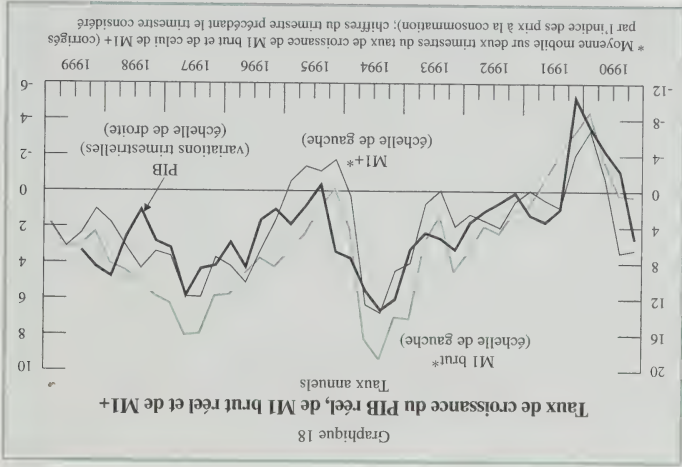
Comme l'inflation attendue à long terme est de 2 % et que l'économie devrait fonctionner aux limites, ou légèrement au delà, de sa capacité de production estimée, les facteurs fondamentaux à l'œuvre auront tendance à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence près de 2 %, le point médian de la fourchette cible. Durant les dix-huit prochains mois, trois facteurs devraient toutefois concourir à modérer cette mesure de l'inflation. Premièrement, l'incidence de la dépréciation antérieure du dollar canadien sur l'inflation ayant atteint son maximum, cette source de pressions temporaires à la hausse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait s'atténuer. Deuxièmement, les augmentations des coûts unitaires de main-d'œuvre devraient être modestes. Troisièmement, la forte concurrence existant dans le commerce de détail se poursuivra probablement.

Les prévisions relatives à l'inflation



Les indicateurs monétaires

La masse monétaire au sens étroit a continué de croître à un rythme qui cadre avec une forte expansion économique et un bas niveau d'inflation. Le ralentissement de la croissance de M1 depuis la fin de 1997 est attribuable en partie à la forte progression des facteurs spéciaux qui avaient contribué à la forte progression enregistrée ces dernières années par cet agrégat, en particulier les transferts de fonds qui se sont opérés des comptes à préavis autres que ceux des particuliers (exclus de M1) vers les comptes courants (inclus dans M1)⁷. Par conséquent, les taux de croissance des mesures plus larges des encaisses de transaction que sont M1+ et M1++ se sont rapprochés cette année de celui de M1 (Graphique 18). Lorsqu'on tient compte de ces effets de substitution, on constate que la progression récente des encaisses de transaction est compatible avec un taux d'expansion économique d'environ 3 1/2 % pour le second semestre de 1999.



D'après le modèle d'inflation fondé sur M1 que la Banque utilise, la hausse des prix devrait demeurer à l'intérieur de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation durant les quelques deux prochaines années.

Le taux d'accroissement en glissement annuel de M2++, qui constitue la mesure de la monnaie au sens large que privilégie la

7. Ces facteurs spéciaux ont été décrits par Atta-Mensah et Nott (1999). Pour une description de ce modèle, voir Engert et Hendry (1998).

Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

Les autres facteurs à l'œuvre devraient avoir peu d'effet net sur l'inflation mesurée par l'indice de référence.

La dépréciation qu'a connue le dollar canadien vis-à-vis du dollar américain entre l'automne 1997 et celui de 1998 devrait continuer d'augmenter l'inflation jusqu'à la fin de l'an 2000, mais son incidence devrait s'atténuer à un rythme rapide. Par ailleurs, la chute marquée des tarifs des appels internationaux et des prix des produits informatiques observée en 1998 et durant les premiers mois de 1999 devrait encore se ralentir, de sorte que l'influence qu'elle exerce sur la hausse mesurée des prix se modérera. On estime que ces facteurs auront dans l'ensemble peu d'effet net nouveau sur l'inflation mesurée par l'indice de référence.

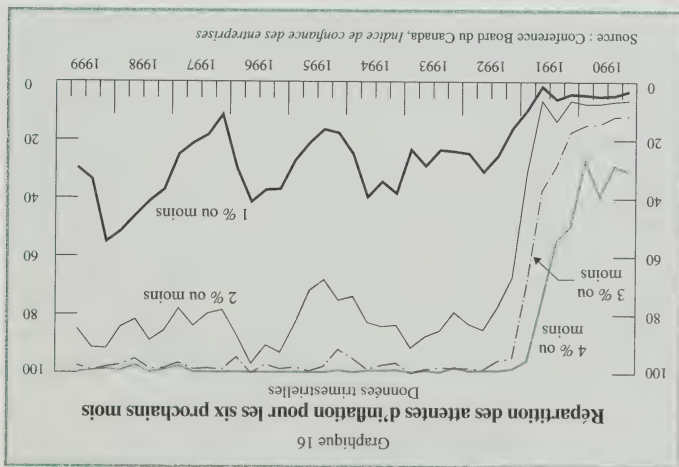
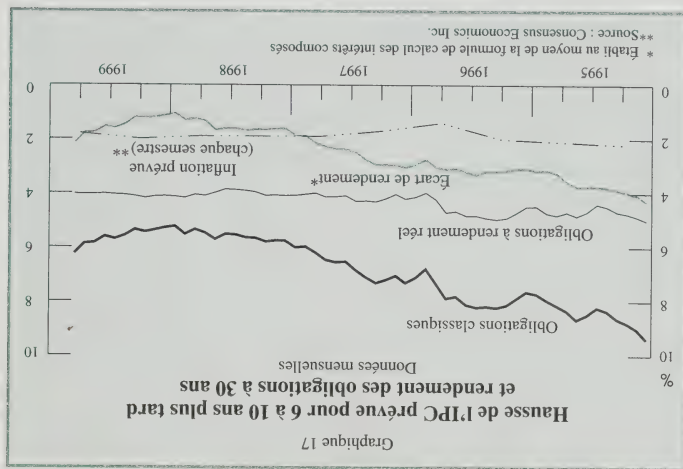
La récente flambée des cours du pétrole brut ainsi que le relevement substantiel des prix de divers matériaux de construction risquent d'exercer des pressions à la hausse sur les prix des biens qui font partie de l'indice de référence et pour lesquels les coûts de ces matériaux représentent une part considérable du coût de production total. L'importance des répercussions de ces mouvements sur le niveau des prix dépendra de la persistance de la variation des coûts ainsi que des conditions sur les marchés.

Les augmentations salariales devraient continuer de s'inscrire en hausse durant les dix-huit prochains mois, une opinion que partagent les entreprises sondées récemment par les représentants régionaux de la Banque. On prévoit néanmoins que la progression de l'ensemble des coûts unitaires de main-d'œuvre sera contenue par de nouveaux gains de productivité.

Les autres indicateurs des pressions inflationnistes

Selon l'indice de Royal LePage, le prix des maisons existantes a connu une légère reprise cette année grâce à un nombre record de ventes. Le prix des maisons neuves n'a que faiblement augmenté en glissement annuel. Cependant, sur la foi des relations observées dans le passé, l'évolution de ces indicateurs ne laisse pas présager une intensification marquée des pressions inflationnistes sous-jacentes. Le ratio des commandes en carnet aux exportations de biens manufacturés (une mesure de l'inflation fondamentale à court terme) a fléchi après avoir connu l'an dernier une forte hausse attribuable en partie à l'évolution dans l'industrie aéronautique.

Après s'être rétréci pendant plusieurs années consécutives, l'écart de rendement entre les obligations classiques et les obligations à rendement réel s'est creusé au cours des six derniers mois pour dépasser les 2 %. Cet élargissement est dû à la hausse des taux d'intérêt nominaux à long terme, puisque les rendements des obligations à rendement réel sont demeurés stables. La progression du taux d'inflation attendu vers le point médian de la fourchette cible pourrait être partiellement responsable de ce changement. Quoi qu'il en soit, l'écart entre les taux nominaux et les taux réels reste généralement compatible avec l'objectif de faible inflation visé par la Banque (voir la Note technique 3 dans le *Rapport de novembre 1997*).



Les agrégats monétaires peuvent aussi jouer un rôle utile d'indicateur, le type de renseignement fourni variant selon leur définition. Les recherches menées à la Banque portent à croire que les écarts entre la masse monétaire au sens étroit (M1) et la demande estimative de long terme de cet agrégat aident à prévoir l'inflation à un horizon de deux ans ou plus⁴. Parallèlement, les variations du taux de croissance de M1 peuvent traduire les fluctuations à court terme du taux d'inflation, peut-être parce que les agents économiques accumulent des encaisses de transaction avant de se mettre à dépenser. Au milieu des années 1990 toutefois, les innovations financières ont entraîné une forte hausse de M1 sans conséquence sur l'inflation, et, depuis, l'interprétation des mouvements de cet agrégat est devenue difficile. Le taux de croissance d'agrégats au sens large tels que M2++ présente une corrélation stable avec le taux d'inflation en vigueur et son évolution future à très court terme.

Il n'y a pas de recette faite permettant de combiner en un seul les différents indices à surveiller. Cependant, l'expérience passée incite à penser que la combinaison de certains phénomènes est annonciatrice d'inflation. Dans le passé par exemple, les poussées d'inflation ont été précédées d'une hausse inattendue de l'IPC s'accompagnant d'un net renchérissement de l'immobilier, d'une montée des taux d'intérêt à long terme et d'une forte progression des agrégats monétaires.

4. Armout et coll. (1996) fournissent des résultats empiriques à l'appui de cette relation, tandis que Laidler (1999) explique les fondements théoriques de celle-ci.

Note technique 4 Le suivi des pressions inflationnistes

Comme elle s'attend à ce que l'économie fonctionne aux limites, ou légèrement au delà, de sa capacité estimée l'an prochain, la Banque suivra de très près les différentes mesures des pressions inflationnistes. Reste à savoir lesquelles de ces mesures sont le plus aptes à la renseigner à temps sur l'émergence de telles pressions. Il n'existe aucune liste arrêtée des indicateurs des pressions inflationnistes potentielles, mais toute hausse générale des prix ou des coûts effectifs plus rapide que celle prévue par la Banque devrait y figurer en premier. La Banque examine aussi la mesure de l'inflation tendancielle donnée par son indice de référence et diverses mesures statistiques de cette dernière parce qu'elles semblent renforcer de l'information sur la tendance fondamentale de l'IPC global. Parmi les indicateurs de l'évolution de l'inflation fondamentale à l'horizon d'un ou deux trimestres, on compte l'indice des prix (exprimés en dollars E.-U.) des produits de base établi par la Banque, les prix de vente des maisons dans les grandes régions urbaines et le ratio des recherches en carnet aux expéditions de biens manufacturés². Selon les recherches menées à la Banque, les variations des coûts unitaires de main-d'œuvre pourraient également être un indicateur utile de l'évolution future de l'inflation, en particulier en période d'inflation basse et stable.

Les attentes relatives à l'inflation influent fortement sur le comportement des prix et des coûts effectifs. Les enquêtes aident à évaluer les taux d'inflation attendus par les entreprises et les travailleurs tant à court terme qu'à long terme. Les données se rapportant aux accords salariaux et les enquêtes portant sur les hausses attendues de la rémunération se révèlent utiles pour prévoir l'évolution future des coûts unitaires de main-d'œuvre. De plus, les représentants régionaux de la Banque rassemblent chaque trimestre, auprès d'une centaine d'entreprises ou d'associations, des renseignements d'ordre qualitatif concernant les prix et les coûts de ces entreprises (ou membres de ces associations) ainsi que leurs attentes au sujet de l'IPC.

Les prix de certains actifs renseignent de façon indirecte sur les attentes. Au début des poussées inflationnistes des années 1970 et 1980, les prix de l'immobilier ont crû rapidement, et ceux des obligations sont tombés (par suite de la hausse des taux d'intérêt à long terme). De même, les écarts de rendement entre les obligations classiques et les obligations à rendement réel devaient être sensibles à toute modification importante des attentes en matière d'inflation³.

1. Consulter l'analyse des mesures statistiques de l'inflation tendancielle présentée dans la Note technique 1 du *Rapport* de novembre 1997.
2. Voir Dion (1999).
3. À l'opposé, le marché boursier s'est révélé un bien piètre indicateur de l'inflation, car les prix des actions sont très volatils et ont parfois accusé de fortes chutes lorsque l'inflation s'est manifestée.

Les plus récentes prévisions du secteur privé concernant la croissance du PIB réel (en moyenne annuelle) ont été sensiblement révisées à la hausse, s'établissant maintenant en moyenne à 3,6 % pour cette année et à 2,9 % pour l'année prochaine; au moment de la rédaction du *Rapport de mai*, les prévisionnistes tablaient sur une croissance de 2,8 % et de 2,3 % respectivement pour les mêmes périodes. Ces tendances sont conformes en gros à l'opinion qu'exprimait la Banque dans la livraison de l'été de sa revue trimestrielle et selon laquelle la croissance du PIB réel en 1999 serait proche de la limite supérieure de la plage de 2,75 à 3,75 % qu'elle annonçait dans la livraison de mai du *Rapport*.

Si le rythme d'expansion de l'économie américaine se ralentit et que la demande intérieure au Canada reste dynamique, la Banque prévoit que l'avance de la production au Canada l'année prochaine se situera entre 2,75 % et 3,75 %.

Ce pronostic, conjugué aux estimations de la production potentielle obtenues à l'aide des techniques traditionnelles, donne à penser que l'économie canadienne pourrait fonctionner en l'an 2000 aux limites de sa capacité de production ou légèrement au delà. Étant donné que le niveau projeté de l'activité avoisine le niveau auquel se trouve la production potentielle selon nos estimations et à cause de la marge d'incertitude qui entoure celles-ci, la Banque a commencé à accorder davantage d'importance à l'évolution des indicateurs dont il est question dans la Note technique 4 du présent rapport pour pouvoir faire une évaluation complète et plus approfondie du degré des pressions qui s'exercent sur la capacité de production et sur l'inflation.

La mesure des attentes relatives à l'inflation

Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises canadiennes qui ont été publiés à l'autisme révèlent que 85 % des répondants s'attendaient à ce que l'inflation se situe à 2 % ou moins à court terme (Graphique 16). Le nombre de répondants qui pensaient que l'inflation serait égale ou inférieure à 1 % a considérablement baissé depuis le printemps dernier. De même, environ 95 % des entreprises sondées par les représentants régionaux de la Banque

cet autisme estimaient que l'inflation allait demeurer dans la fourchette de 1 à 3 %. Selon les prévisions du secteur privé, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir en moyenne à 1,6 % en 1999 et à 2,0 % en l'an 2000. Les taux d'inflation prévus à plus long terme varient généralement entre 1,7 et 1,9 %, selon l'horizon observé (Graphique 17).

avoir reculé par rapport aux niveaux élevés auxquels ils se situent actuellement, après que les principaux producteurs de pétrole aient intensifié leur production.

La demande et l'offre globales au Canada

Les perspectives d'évolution que la Banque entrevoit pour l'économie canadienne sont fondées sur les prévisions concernant les États-Unis décrites précédemment, et selon lesquelles la croissance de l'activité s'accélérera dans ce pays au second semestre de 1999, après le repli temporaire accusé au deuxième trimestre, mais se ralentira ensuite de façon marquée pour s'établir à des taux plus soutenables en 2000.

L'avance des exportations canadiennes devrait s'accroître au second semestre de 1999, dans la foulée de l'accélération attendue de l'expansion de l'économie américaine et du raffermissement des prix des produits de base. Pour l'année prochaine cependant, on prévoit qu'elle décélèrera compte tenu de la baisse de régime anticipée aux États-Unis, mais que l'amélioration des perspectives économiques en Europe et au Japon ainsi que la forte compétitivité du Canada viendront tempérer son repli.

La croissance des importations devrait aussi marquer le pas au cours des dix-huit prochains mois à la faveur de la solide position concurrentielle de notre pays et d'un tassement de la forte demande de biens à teneur élevée en importations.

On estime qu'une fois terminées les dépenses importantes que commandaient cette année les préparatifs du passage à l'an 2000, les investissements des entreprises connaîtront un léger recul au deuxième semestre de 1999. Ces investissements devraient toutefois afficher une reprise modeste l'année prochaine, à mesure que le redressement des cours des produits de base accroîtra les liquidités des entreprises.

Le rythme d'expansion de la demande des ménages devrait également ralentir quelque peu vers la fin de l'année, en partie à cause des efforts déployés par les particuliers pour reconstruire leur épargne. Pour que ce rythme s'accélére à nouveau en l'an 2000, il faudra que l'emploi continue de progresser⁶.

Les entreprises et les ménages pourraient temporairement accroître leurs achats vers la fin de 1999 pour atténuer les effets d'éventuelles interruptions de l'approvisionnement liées à l'arrivée de l'an 2000, mais l'incidence de ces dépenses devrait être minime.

6. La démutualisation récente de certaines compagnies d'assurance vie canadiennes pourrait contribuer à alimenter la croissance de la dépense des ménages au second semestre de 1999 et durant les premiers mois de l'an 2000.

On prévoit un ralentissement de la croissance des exportations canadiennes en l'an 2000...

... mais la substitution des produits nationaux aux produits importés viendra soutenir la croissance intérieure.

Les investissements des entreprises devraient continuer de croître l'année prochaine...

... mais pour que la progression de la dépense des ménages soit soutenue, de nouveaux gains devront être réalisés au chapitre de l'emploi.

Note technique 3

La reprise dans les marchés émergents

Les perspectives des économies à marché émergent semblent s'être améliorées

depuis le début de l'année.

En Asie, les pays les plus durement touchés par la crise de 1997 s'en sont remis

plus vite que prévu grâce à leur compétitivité accrue et au relâchement ultérieur de

leurs politiques budgétaire et monétaire intérieure. La croissance de la plupart des

pays asiatiques dépassera cette année les prévisions antérieures, mais deux ombres

subsistent au tableau. Premièrement, il y a le risque que l'embellie observée jusqu'ici

réduise la volonté de ces pays d'entreprendre les réformes structurelles nécessaires

pour associer leur économie sur de solides fondations. Deuxièmement, il pourrait

s'avérer difficile de soutenir la relance indispensable des dépenses privées de consom-

mation et d'investissement dans un climat où des changements d'ordre structurel

créent de grandes incertitudes.

En Amérique latine, les perspectives économiques du Mexique et du Brésil sont

plus encourageantes qu'il y a un an. Les mesures budgétaires aux objectifs fixés dans le

programme soutenu par le FMI, et les prêts interbancaires et les crédits commerciaux

ont pu être reconduits. Conjugée à ces évolutions, la maîtrise des pressions inflation-

nistes après la mise en fléchissement du réel a permis aux autorités d'abaisser les taux

d'intérêt à court terme. Les perspectives de croissance ne sont pas aussi favorables

ailleurs en Amérique latine. L'Argentine et la Colombie en particulier connaissent une

grave récession.

En Russie, la dévaluation du rouble a suscité une forte substitution des produits

nationaux aux produits importés et une hausse marquée de la production intérieure.

Ce phénomène est encourageant, tout comme la montée des cours mondiaux du

pétrole, mais le pays a du mal à honorer ses engagements au titre des paiements exté-

rieurs à cause de la fuite des capitaux.

Même si les primes de risque applicables aux emprunts des pays à marché émer-

gent, représentées par l'écart observé sur les obligations Brady¹, sont redescendues du

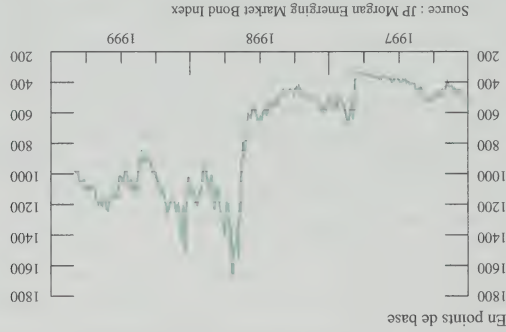
sommet atteint lors de la dévaluation du rouble en août 1998, elles demeurent relati-

vement élevées du fait de la fragilité persistante d'un grand nombre de ces économies.

Toutefois, les emprunteurs dont la cote de crédit est bien établie comme l'Argentine, le

Brazil et le Mexique ont conservé leur accès aux marchés internationaux de capitaux.

Écarts entre les obligations Brady des pays à marché émergent et les obligations du Trésor américain pour des échéances comparables



1. Essentiellement des obligations des pays à marché émergent libellées en dollars américains et assorties de garanties

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

Dans l'ensemble, nos analyses incitent à croire que l'inflation mesurée par l'indice de référence variera vraisemblablement très peu au cours des dix-huit prochains mois. Cette projection est toutefois entachée de plusieurs incertitudes.

La conjoncture internationale

Même si la croissance des économies à marché émergent restera relativement faible cette année, on s'attend maintenant à ce qu'elle soit plus vigoureuse que prévu initialement et qu'elle connaisse une nette accélération en l'an 2000 (Note technique 3).

Les perspectives de croissance économique dans les grandes nations industrielles sont globalement encourageantes et laissent entrevoir des résultats moins divergents entre les pays que ceux attendus au moment de la rédaction du *Rapport de mai*.

Au Japon, le PIB réel a considérablement progressé au premier semestre de 1999, en partie sous l'impulsion de mesures de relance budgétaire. Cependant, les indicateurs ne font pas tous état d'une reprise durable de la demande dans le secteur privé. Il est très important, par conséquent, que les politiques publiques continuent de promouvoir une expansion de l'activité.

Dans les principaux pays européens, la croissance de l'économie est demeurée inférieure à celle de la production potentielle au premier semestre de 1999. On peut s'attendre à une amélioration de la conjoncture dans la zone euro au cours des trois prochains semestres, à la faveur essentiellement de l'assouplissement passé des conditions monétaires.

Aux États-Unis, le rythme global de l'expansion économique devrait demeurer robuste jusqu'à la fin de l'année. On s'attend toutefois à ce que la croissance décélère pour adopter une cadence plus soutenable vers le début de l'an 2000.

Ces derniers mois, le taux d'inflation hors alimentation et énergie aux États-Unis a avoisiné les 2 %. Cependant, une hausse de ce taux est à craindre d'ici les premiers mois de la nouvelle année, compte tenu notamment de la demande excédentaire persistante sur les marchés du travail, des goulots d'étranglement de l'offre dans certains secteurs, de la récente dépréciation du dollar américain et du renchérissement des matières premières.

Bien qu'un fléchissement des prix mondiaux de certains produits de base importants pour le Canada soit attendu au cours des prochains mois, ceux-ci devraient reprendre leur remontée en l'an 2000, à mesure que la demande continuera de progresser et que se maintiendront les restrictions du côté de l'offre. D'ici le milieu de l'année prochaine, les cours du pétrole brut devraient

Une reprise s'opère dans bon nombre de pays à marché émergent.

Bien que la fermeté de la reprise au Japon ne soit pas assurée...

... l'activité dans la zone euro devrait s'accélérer.

Aux États-Unis, la croissance de la production devrait rester vigoureuse à court terme...

... et l'inflation hors alimentation et énergie risque de s'accélérer.

La remontée des prix des produits de base non énergétiques devrait reprendre en l'an 2000.

d'Etat ainsi que l'écart applicable aux swaps de taux d'intérêt ont eu tendance à se creuser. Sur les marchés monétaires et les marchés des produits dérivés à court terme, les précautions prises par les participants pour se soustraire aux risques durant les premiers jours ouvrables de la nouvelle année ont provoqué une légère hausse des taux interbancaires à trois mois à la fin de septembre. Ces variations des prix des actifs financiers n'ont toutefois pas été suffisamment importantes pour qu'elles aient une incidence appréciable sur l'économie. De plus, les mesures de contingence mentionnées ci-dessus devraient empêcher les taux d'intérêt de varier sensiblement sous l'effet des pressions qui pourraient s'exercer en fin d'année.

Les préparatifs en vue du passage à l'an 2000

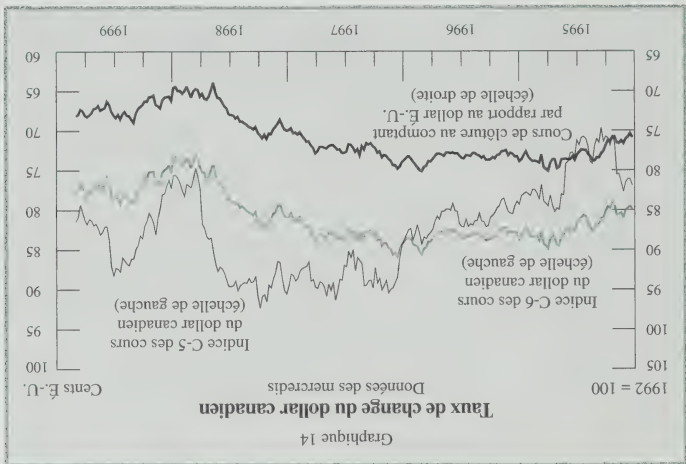
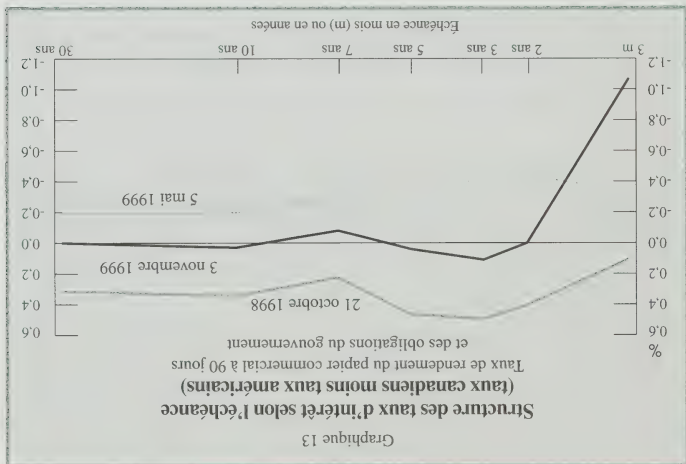


La Banque du Canada et les institutions financières canadiennes se sont minutieusement préparées au passage à l'an 2000. Les systèmes liés à la prestation de services bancaires, au traitement des opérations sur titres et à l'exécution des paiements ont été soumis à des tests intensifs en vue de vérifier leur conformité à l'an 2000. À l'instar d'autres banques centrales, la Banque du Canada a annoncé certaines mesures de contingence pour la période précédant le passage à la nouvelle année et les jours qui suivront. Ces mesures, qui viennent s'ajouter aux préparatifs des institutions financières, renforceront la confiance des entreprises, de ces institutions et des ménages canadiens dans la capacité du système de satisfaire les besoins exceptionnels de billets ou de liquidités et devraient permettre de contre efficacement les pressions inhabituelles pouvant s'exercer sur les marchés financiers.

Les participants aux marchés financiers ont pris certaines précautions afin d'éviter d'être touchés par des problèmes techniques, et l'effet de ces mesures préventives a été absorbé par les marchés sans trop de difficulté. Par exemple, bon nombre de gros emprunteurs ont opté pour le financement à long terme, de sorte que l'écart entre le rendement des titres des sociétés et celui des titres

5. Le gouvernement a évoqué ces préparatifs dans le discours qu'il a prononcé le 23 septembre devant la Chambre de commerce de Regina. On trouvera dans le site Web de la Banque du Canada (<http://www.bank-banque-canada.ca>) des renseignements de toutes sortes sur les mesures adoptées en vue du passage à l'an 2000, dont le texte du communiqué du 2 septembre annonçant les mesures de contingence mises en place en ce qui concerne l'octroi de liquidités.

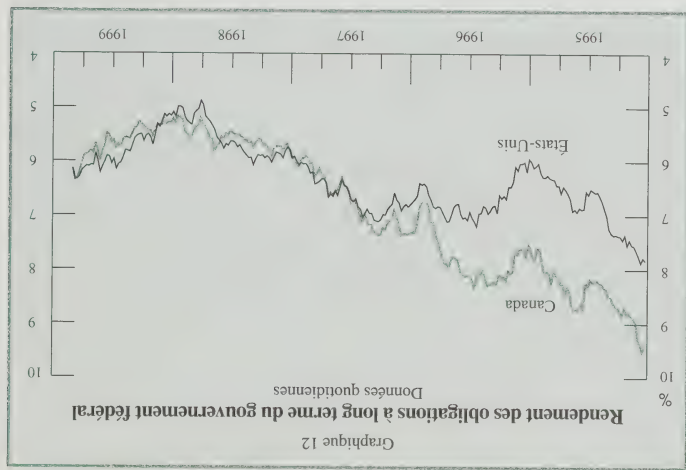
replier. Par exemple, grâce à la vigueur inattendue de la croissance de la production au Japon, la valeur du yen s'est fortement accrue. Ces mouvements se sont soldés entre mai et octobre par une baisse nette d'environ 2 % de l'indice pondéré C-6 des cours du dollar canadien établi par la Banque.



Sous l'effet de l'augmentation des taux d'intérêt à court terme et des fluctuations du dollar canadien, l'indice des conditions monétaires (ICM) de la Banque a oscillé entre -7,0 et -6,0 au cours des six derniers mois (Graphique 15).

Sous l'effet de la montée
des taux à long terme
américains...

Étant donné la vigueur de la dépense aux États-Unis, un relèvement des taux à court terme était attendu sur les marchés obligataires américains, où les rendements n'ont cessé de s'accroître depuis le début de l'année (Graphique 12). Les taux d'intérêt à moyen et à long terme ont poursuivi leur progression au cours de l'été et au début de l'automne, le rendement des obligations à long terme du gouvernement américain allant jusqu'à dépasser les 6%. Les taux de rendement à long terme ont aussi connu une forte hausse en Europe, ce qui reflète l'opinion selon laquelle la croissance est en train de s'accélérer là-bas.



... les rendements
obligataires et les taux
hypothécaires se sont
aussi accrus au Canada.

Les rendements obligataires ont cru davantage au Canada qu'aux États-Unis, et les écarts négatifs ont en grande partie disparu (Graphique 13). Cette montée des taux obligataires s'est aussi répercutée sur le marché hypothécaire. Entre mai et octobre, le taux des prêts hypothécaires à un an et à cinq ans consentis par les grandes institutions de prêt au Canada a augmenté d'environ 100 points de base. La demande de prêts hypothécaires est toutefois restée vigoureuse.

Le dollar canadien a généralement fluctué entre 66 et 68 cents E.-U. depuis la publication du *Rapport de mai* (Graphique 14). L'élargissement de l'écart négatif entre les taux d'intérêt à court terme canadiens et américains attribuable aux hausses des taux à court terme aux États-Unis a affaibli notre monnaie. En revanche, celle-ci a été soutenue par le raffermissement des prix des produits de base et l'amélioration de la balance courante ainsi que par la force des facteurs fondamentaux de l'économie canadienne. Au cours de la même période, le dollar américain a eu tendance à se

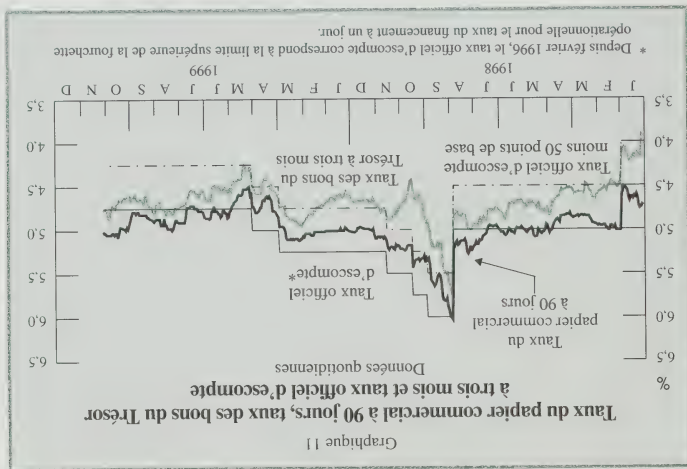
Le raffermissement de
l'économie et le renchérissement des produits de
base sont venus contre
notre dollar de la hausse
des taux d'intérêt à court
terme aux États-Unis.

3. LA RÉALISATION DES CIBLES DE MAÎTRISE

DE L'INFLATION

La Banque du Canada a maintenu le taux officiel d'escompte à 4,75 % depuis le mois de mai après l'avoir abaissé à trois reprises au cours des six mois précédents (Graphique 11). Les taux du marché monétaire se sont néanmoins inscrits en hausse en raison des relèvements effectifs ou anticipés des taux d'intérêt à court terme aux États-Unis et des attentes des marchés voulant que ce mouvement soit suivi au Canada.

Bien que la Banque du Canada n'ait pas modifié le taux officiel d'escompte, les taux d'intérêt du marché monétaire se sont inscrits en hausse...



La Réserve fédérale américaine a majoré le taux cible des fonds fédéraux d'un quart de point de pourcentage le 30 juin et le 24 août, pour le porter ainsi à 5,25 %. Ces interventions ont été effectuées dans le but de réduire les risques d'une accélération de l'inflation, la demande s'étant accrue à un rythme étonnamment rapide et les marchés de nombreux biens et services faisant déjà l'objet de pressions. Il faut également souligner que les difficultés sur les marchés financiers qui avaient été à l'origine de la baisse des taux d'intérêt en 1998 s'étaient atténuées. À sa réunion du 5 octobre, le Comité de l'open market de la Réserve fédérale n'a pas modifié le taux cible des fonds fédéraux, mais il a indiqué qu'il demeurerait à l'affût de tout indice de pressions inflationnistes et qu'un nouveau durcissement des conditions monétaires pourrait s'avérer nécessaire. À l'annonce de cette nouvelle, les taux du marché américain ont encore augmenté.

... les taux d'intérêt à court terme ayant augmenté aux États-Unis.

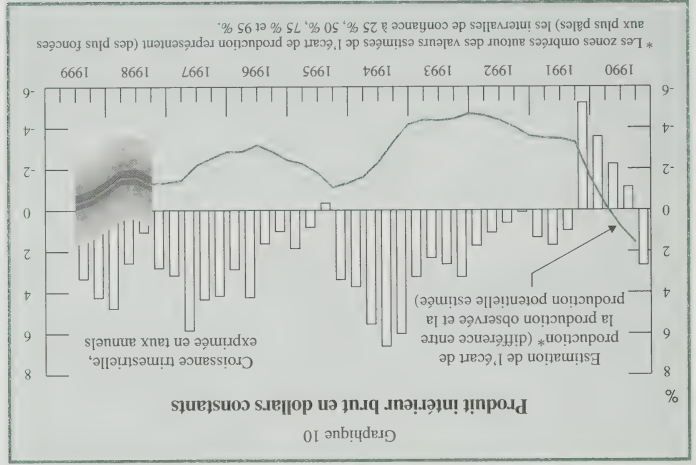
Comme en faisait état la dernière livraison du *Rapport*⁴, lors-
que l'on pense que l'économie fonctionne presque aux limites de
sa capacité, il faut, compte tenu de l'incertitude qui entache l'esti-
mation de la production potentielle et de l'écart de production,
suivre de près un large éventail d'indicateurs des pressions s'exer-
çant sur la capacité de l'économie et l'inflation, y compris les
variations de l'inflation mesurée par l'indice de référence par rap-
port au taux attendu. Les indicateurs qui sont mentionnés dans la
présente section ne témoignent d'aucune intensification notable
des pressions au cours des six derniers mois.

... les autres indicateurs
ne témoignent d'aucune
augmentation impor-
tante des pressions sur la
capacité de l'économie.

4. Voir la Note technique 4 de la livraison de mai 1999 du *Rapport*.

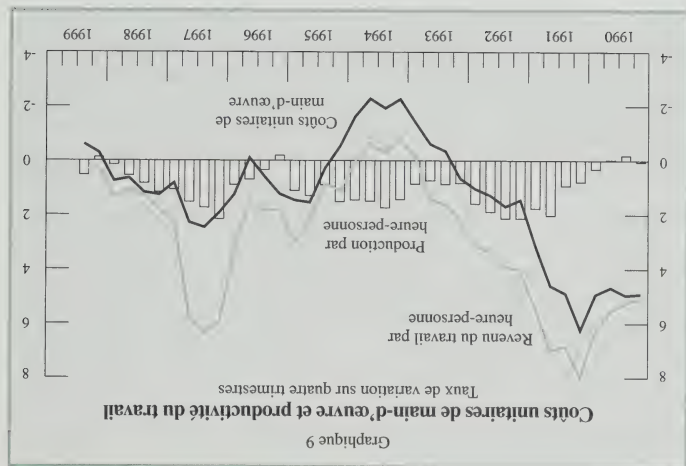
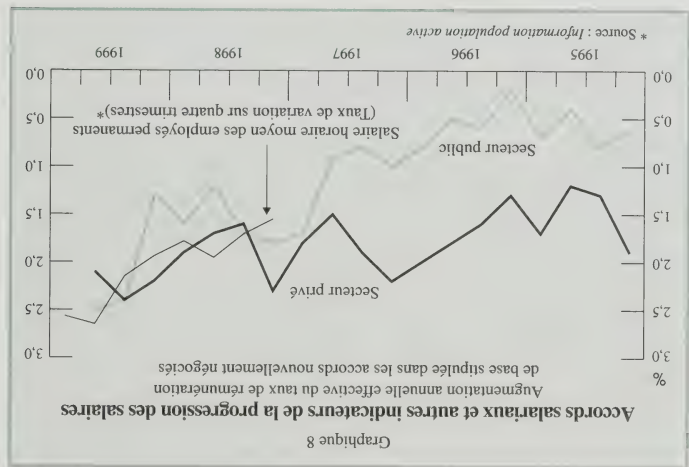
Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

Le taux d'expansion de la production a été supérieur au taux de croissance estimatif de la production potentielle au premier semestre de 1999. Par conséquent, l'écart de production — soit la marge de capacités inutilisées en pourcentage de la production potentielle — établi selon l'estimation traditionnelle de la Banque s'est réduit, passant d'à peu près 1,0 % à la fin de 1998 à environ 0,25 % au milieu de 1999 (Graphique 10)³. Toutefois, comme nous l'avons déjà souligné, les estimations de l'écart de production doivent toujours être interprétées avec prudence. Les données rétrospectives concernant le PIB réel sont en effet souvent révisées, et une grande incertitude entoure les effets que peuvent exercer sur la production potentielle un certain nombre de facteurs tels que le bas taux d'inflation, les investissements importants effectués en machines et matériel et dans la technologie ainsi que les diverses mesures des pouvoirs publics ayant eu pour résultat d'accroître la souplesse des marchés des produits et du travail.



3. Au moment de la publication du *Rapport de mai*, on avait estimé à 1,25 % l'écart de production à la fin de 1998. Les estimations passées de l'écart de production ont été révisées en fonction des résultats d'une réévaluation du profil d'évolution de la production potentielle. Celle-ci a pris notamment en considération les importantes révisions apportées rétrospectivement aux estimations du PIB réel dans les comptes nationaux (surtout pour la période 1995-1997) qui ont été publiées en juin.

unitaires de main-d'œuvre (Graphique 9). Au fil du temps, les revenus du travail (corrigés pour tenir compte de l'inflation fondamentale) devraient augmenter à un rythme compatible avec la croissance tendancielle de la productivité du travail.



La maîtrise des coûts

La croissance des salaires, qui sont la plus importante composante des coûts de production de biens et de services, a eu tendance à s'accroître légèrement en 1999. Les augmentations annuelles consenties aux employés syndiqués du secteur privé se sont ainsi chiffrées en moyenne à 2,2 % au cours des huit premiers mois, contre 1,8 % au second semestre de 1998 (Graphique 8). Pour leur part, les hausses négociées dans le secteur public ont atteint en moyenne 1,9 %. Le taux moyen d'augmentation des salaires dans le secteur syndiqué a été influencé par les hausses appréciables qui ont été accordées aux travailleurs qualifiés actuellement en forte demande, tels qu'infirmiers et informaticiens. Selon les données parues dans la publication de Statistique Canada intitulée *Information population active*, la progression sur douze mois des gains horaires moyens (heures supplémentaires non comprises) pour les employés permanents a été de 2,1 % au second trimestre de 1999 et de 2,6 % au troisième trimestre, contre 1,8 % au dernier trimestre de 1998. On estime donc que la hausse tendancielle des salaires dans l'ensemble de l'économie s'est située dans une fourchette allant de 2 à 2,5 %.

Cette accélération de la progression des salaires coïncide cependant avec une reprise de la croissance de la productivité du travail. En effet, compte tenu de l'avance très timide des revenus du travail par heure-personne, due en partie à un accroissement de la proportion d'employés moins bien rétribués, la relance de la productivité a provoqué une baisse sur quatre trimestres des coûts

Cette accélération de la progression des salaires coïncide cependant avec une reprise de la croissance de la productivité du travail. En effet, compte tenu de l'avance très timide des revenus du travail par heure-personne, due en partie à un accroissement de la proportion d'employés moins bien rétribués, la relance de la productivité a provoqué une baisse sur quatre trimestres des coûts

La hausse tendancielle des salaires a été un peu plus prononcée au premier semestre de 1999.



Les investissements en stocks ont commencé à se redresser au premier semestre. Les entreprises ont en effet tenté de ramener leurs stocks à des niveaux normaux à la suite de l'essor inattendu des exportations de biens manufacturés vers les États-Unis qui a été observé à la fin de 1998.

Dans la foulée de l'accélération de la demande intérieure, par-ticulièrement en ce qui concerne les biens à forte teneur en impor-tations, comme les machines et le matériel, les importations en volume ont progressé beaucoup plus rapidement au premier semestre de 1999 qu'au semestre précédent.

Bien que toujours vive, la croissance des exportations cana-diennes a ralenti par rapport au rythme élevé qui avait été entre-gistré au second semestre de 1998. À l'époque, les exportations étaient stimulées par un accroissement prononcé de l'activité aux États-Unis dû en partie aux efforts déployés pour ramener les stocks de véhicules automobiles à des niveaux plus normaux à la suite d'arrêts de travail. Dans l'ensemble, toutefois, l'expansion des exportations a continué d'être soutenue dans une large mesure par la position concurrentielle favorable de l'industrie canadienne. De fait, les données portant sur les mois de juillet et août indi-quent une accélération marquée des exportations, alimentée par la vigueur de la demande aux États-Unis.

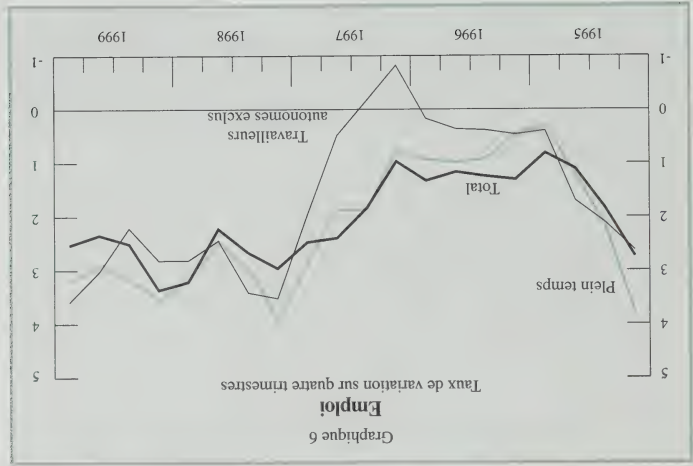
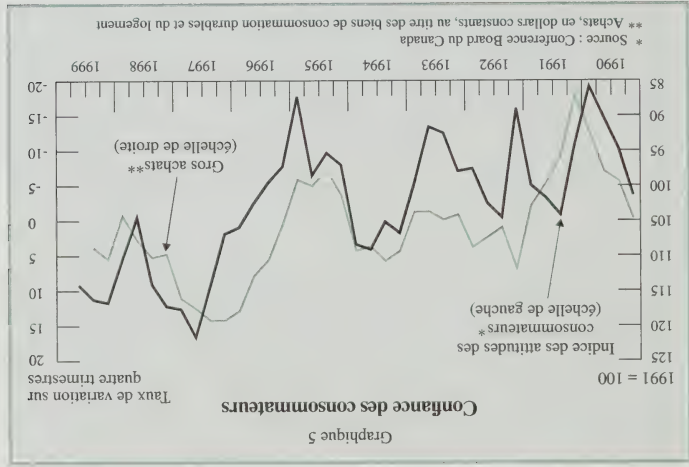
La croissance des importations ayant dépassé celle des expor-tations, l'excédent de la balance commerciale a considérablement diminué en volume au premier semestre de 1999. Mais les termes de l'échange se sont améliorés de façon notable, surtout en raison de l'élévation des prix des produits de base. Par conséquent, le déficit de la balance courante (en termes nominaux) a beaucoup baissé, pour se situer autour de 1/2 % du PIB (Graphique 7).

et les investissements
en stocks ont commencé
à se redresser.

Dans la foulée de
l'expansion rapide de
la demande intérieure,
la croissance des
importations s'est
accélérée, et
les exportations
sont demeurées
vigoureuses.

Les investissements des entreprises ont aussi augmenté rapidement...

Les entreprises ont accru très fortement leurs dépenses en biens d'équipement au cours des six premiers mois de 1999, l'évolution économique favorable à l'échelle mondiale ayant contribué à leur redonner confiance. Par ailleurs, la chute rapide des prix des ordinateurs, qui s'était amorcée au milieu de 1998, et la nécessité de mettre à niveau les systèmes en vue de les adapter au passage à l'an 2000 ont contribué à une hausse importante du volume des ventes d'ordinateurs et d'autres pièces de l'équipement de bureau.



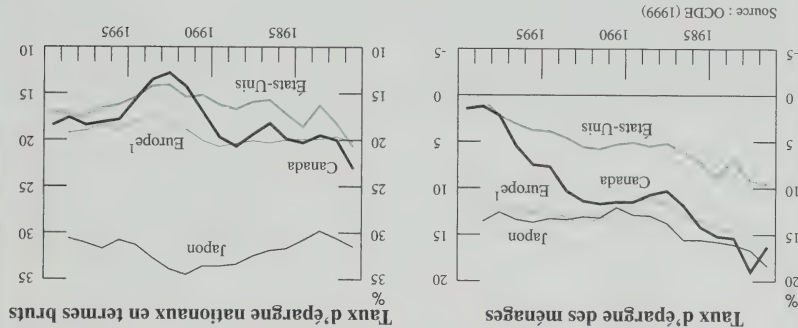
Note technique 2 L'évolution des taux d'épargne au Canada envisagée dans une optique internationale

Les taux d'épargne nationaux (établis sur la base de l'épargne totale des ménages, des entreprises et des administrations publiques) se sont nettement accrus au Canada et aux États-Unis depuis 1992, à cause surtout de l'assainissement des finances publiques dans ces deux pays¹. Cette augmentation s'est produite en dépit du recul continu du taux d'épargne des ménages². Après avoir connu une baisse marquée au début des années 1990, le taux d'épargne des Canadiens s'approche maintenant du taux observé dans les grands pays européens et dépasse à nouveau le taux enregistré aux États-Unis.

Les diminutions du taux d'épargne des ménages ont eu tendance à coïncider avec les hausses de l'actif net des ménages, attribuables en partie aux gains en capital. La progression déjà rapide de la richesse des ménages a pu en effet atténuer, aux yeux de ces derniers, la nécessité d'épargner une partie de leur revenu disponible. Les pays du Groupe des Sept (G7) où l'actif net a le plus progressé durant les années 1990 sont le Canada, les États-Unis et la France.

Les baisses que le taux d'épargne des ménages a accusées dans les pays industrialisés au cours des années 1990 ont également coïncidé en règle générale avec les efforts d'assainissement des finances publiques. Cette simultanéité donne à penser qu'une amélioration soutenue des finances publiques peut amener les ménages à s'attendre à un allègement futur du fardeau fiscal et à réduire la part de leur épargne réservée au paiement de leurs futurs impôts. Selon les résultats empiriques disponibles dans le cas du Canada, un redressement persistant du solde budgétaire du secteur public s'accompagnerait à hauteur de 50 à 60 % d'une baisse de l'épargne accumulée par les ménages³.

Taux d'épargne dans les pays du G7



1. Moyenne simple des taux observés en Allemagne, en France, en Italie et au Royaume-Uni.

2. Les taux indiqués pour 1999 dans le cas du Canada et des États-Unis sont des estimations fondées sur les données des deux premiers trimestres.

3. Les chiffres relatifs aux taux d'épargne nationaux en termes bruts enregistrés en Europe et au Japon en 1998 sont des estimations fondées sur les données dont la Banque dispose à l'heure actuelle.

1. Les taux d'épargne sont mesurés ici sur la base des comptes nationaux.
2. Les taux d'épargne des ménages doivent être comparés avec circonspection d'un pays à l'autre, car le taux d'inflation, le régime fiscal, les définitions des concepts dans la comptabilité nationale et la situation économique des pays considérés peuvent différer.
3. Voir Bérubé et Côté (document de travail de la Banque à paraître).

Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

L'expansion de l'économie canadienne a été très soutenue aux trois premiers trimestres de 1999, et la marge de capacités inutilisées a continué de se résorber. Les conditions monétaires sont restées expansionnistes, la demande globale a été exceptionnellement dynamique aux États-Unis et l'économie asiatique ainsi que les marchés mondiaux des produits de base ont commencé à se redresser. En conséquence, le PIB réel du Canada (selon les données des comptes nationaux) a cru d'environ 3,8 % en chiffres annu-
La croissance du PIB réel s'est accélérée au cours des trois premiers trimestres de 1999...

1999 une progression beaucoup plus marquée qu'au semestre précédent. Par conséquent, le taux de l'épargne personnelle a encore diminué pour toucher un très bas niveau au milieu de 1999. (Le

... les dépenses des ménages ayant vivement progressé.

taux d'épargne national s'est tout de même accru depuis 1992, comme l'indique la Note technique 2.)

Un certain nombre de facteurs liés au marché du travail ont contribué à renforcer la confiance des consommateurs (Graphique 5), ce qui a favorisé l'essor considérable des ventes de maisons et de biens durables au premier semestre de 1999, lequel s'est poursuivi au troisième trimestre. Les gains notables réalisés au chapitre de l'emploi depuis un an ont été particulièrement manifestes en ce qui concerne les emplois salariés et les emplois à plein temps (Graphique 6)². L'amélioration des perspectives d'emploi a amené de nombreux travailleurs à réintégrer la population active, et les taux d'activité ont augmenté pour les hommes et les femmes de tous les groupes d'âge. Malgré tout, le taux de chômage a baissé de 1,2 point de pourcentage depuis le milieu de l'année 1998.

2. La croissance globale de l'emploi a été faible de février à août (après avoir été rapide les mois précédents). En interprétant l'évolution économique, nous avons eu tendance à attacher moins d'importance aux fluctuations à court terme de cette mesure, parce que depuis deux ans environ, le profil trimestriel de la croissance de l'emploi ne reflète pas celui de la croissance du PIB, comme cela avait été le cas par le passé. C'est pourquoi, au Graphique 6, la croissance de l'emploi est présentée en glissement annuel.

Note technique 1 **Comparaison de l'indice des prix des produits de base de** **la Banque du Canada et de l'indice Bridge/CRB**

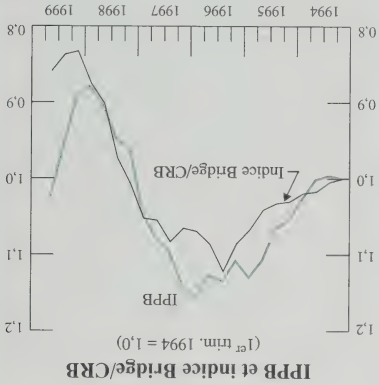
L'indice des prix des produits de base (IPPB) que la Banque publie chaque semaine¹ rend compte de l'évolution des cours mondiaux des principales matières premières que produit le Canada². C'est un indice à pondération fixe fondé sur une moyenne arithmétique des cours au comptant en dollars E.-U. de 23 matières premières vendues sur les marchés internationaux. Le poids dont chacune est assortie dans l'indice est basé sur la valeur moyenne de sa production au Canada de 1982 à 1990.

Nombre d'analystes suivent plutôt l'indice Bridge/CRB des cours à terme des produits de base, établi par le Commodity Research Bureau aux États-Unis, parce que cette mesure est publiée chaque jour. Les produits de base entrant dans cet indice ont tous le même poids, et les prix retenus sont les prix moyens en dollars américains des contrats à terme allant jusqu'à six mois. L'indice CRB englobe 17 produits de base. Parmi les neuf produits composant le sous-indice des denrées alimentaires, cinq ne font pas partie de l'IPPB : le cacao, le café, le soja, le jus d'orange et le sucre. De même, deux des huit matières premières industrielles de l'indice CRB, le coton et le platine, ne figurent pas dans l'IPPB. L'indice CRB ne comprend aucun des produits forestiers (bois d'œuvre, pâte et papier journal), qui représentent près de 30 % de l'indice établi par la Banque du Canada; il exclut également les composantes suivantes de l'IPPB : l'orge, le colza canola, la morue, le homard, le saumon, l'aluminium, le zinc, le nickel, la potasse, le soufre et le charbon. Le poids des produits énergétiques (pétrole brut, mazout et gaz naturel) n'est que d'environ 18 % dans l'indice CRB, comparativement à près de 35 % dans l'IPPB.

Étant donné que l'IPPB est un indice des prix des matières premières produites au Canada, pondéré selon l'importance de la production canadienne de chacune, il convient mieux à l'analyse de l'évolution économique au Canada. Cette conclusion est confirmée par des recherches qui démontrent l'absence d'une relation statistique stable entre le cours du dollar canadien en dollars E.-U. et l'indice CRB.

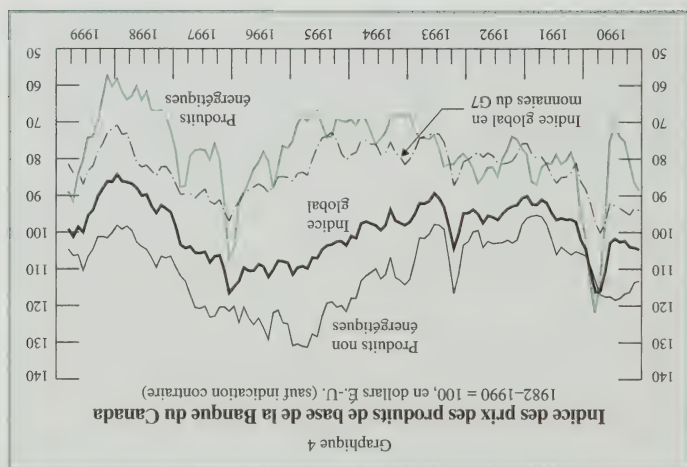
Composantes de l'indice

Principales catégories	Poids (en %)	IPPB	Indice Bridge/CRB
Énergie	34,8	17,7	29,4
Matières industrielles	46,3	17,7	5,9
Métaux précieux	3,4	11,0	29,6
Métaux communs	11,0	5,9	2,3
Produits forestiers	29,6	0,0	18,8
Autres	2,3	5,9	8,8
Denrées alimentaires	18,8	53,0	9,3
Céréales et oléagineux	8,8	17,7	0,0
Bétail	9,3	11,8	0,7
Poisson	0,7	23,6	0,0
Autres	0,0		



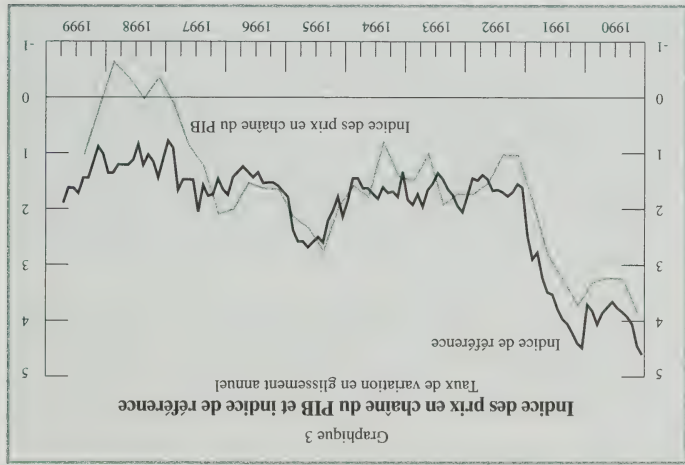
1. L'IPPB (publié dans le *Bulletin hebdomadaire de statistiques financières*) est mis à jour tous les vendredis; il peut aussi être consulté dans le site Web de la Banque (<http://www.bank-banque-canada.ca>).
 2. On trouvera dans l'article de Novin et Stuber (1999) une analyse de l'évolution récente des marchés internationaux des produits de base.

denrées alimentaires et au fait que le poids dont celles-ci sont assorties dans l'indice CRB est bien plus grand que leur importance au sein de l'économie canadienne (Note technique 1).



L'indice des prix en chaîne du PIB a augmenté au cours du premier semestre de 1999...

Après avoir reculé en 1998, l'indice des prix en chaîne du PIB s'est inscrit en hausse au premier semestre de 1999, sous l'effet du renchérissement des produits de base que le Canada exporte. Cette mesure du niveau des prix à l'échelle de l'économie a progressé de 1,0 % au cours de la dernière année (Graphique 3). L'accroissement des prix est demeuré modeste tant pour les dépenses en biens de consommation (semblables à ceux qui entrent dans la composition de l'IPC) que pour les investissements fixes des entreprises.

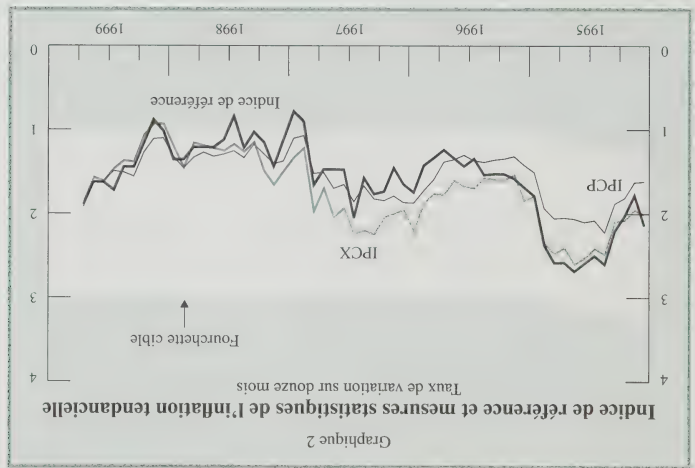


... sous l'effet d'une hausse marquée des prix des produits de base.

Les cours mondiaux des produits de base se sont nettement redressés depuis la fin de 1998 (Graphique 4) grâce au raffermissement de la demande à l'échelle internationale et à certaines restrictions du côté de l'offre. Les prix des métaux ont grimpé au cours de la même période sous l'effet d'une intensification de la demande en Asie et en Europe et de réductions de la production de certains métaux. Les cours du pétrole brut ont fait un bond entre mars et septembre par suite de la décision des membres de l'OPEP et de plusieurs autres pays producteurs de réduire fortement leur production et d'une accélération de la demande aux États-Unis. En revanche, à cause de l'abondance de l'offre, les prix d'un bon nombre de denrées alimentaires demeurent faibles sur les marchés.

L'indice Bridge/CRB, un indice global des cours des produits de base de la Banque du Canada a enregistré une hausse sensible. Cette divergence tient essentiellement à la faiblesse des prix des

La vive montée des prix de l'essence et du gaz naturel a provoqué un bond du taux de croissance sur douze mois de l'IPC global, lequel est ainsi passé de 1,0 % en mars à 2,6 % en septembre. Cette augmentation devrait être temporaire étant donné que les prix mondiaux du pétrole ne sont plus soumis à des pressions à la hausse. Le taux d'inflation calculé à l'aide de l'IPC global devrait redescendre au cours de l'année prochaine près de celui mesuré par l'indice de référence.



Parallèlement, deux influences fondamentales ont eu pour effet de limiter la hausse de l'inflation mesurée par l'indice de référence, à savoir l'existence de capacités de production excédentaires et de ressources inutilisées sur le marché du travail pendant toute la période et le fait que les coûts unitaires de main-d'œuvre sont demeurés pratiquement inchangés durant la dernière année.

Flambée des prix du carburant. Parallèlement, deux influences fondamentales ont eu pour effet de limiter la hausse de l'inflation mesurée par l'indice de référence, à savoir l'existence de capacités de production excédentaires et de ressources inutilisées sur le marché du travail pendant toute la période et le fait que les coûts unitaires de main-d'œuvre sont demeurés pratiquement inchangés durant la dernière année.

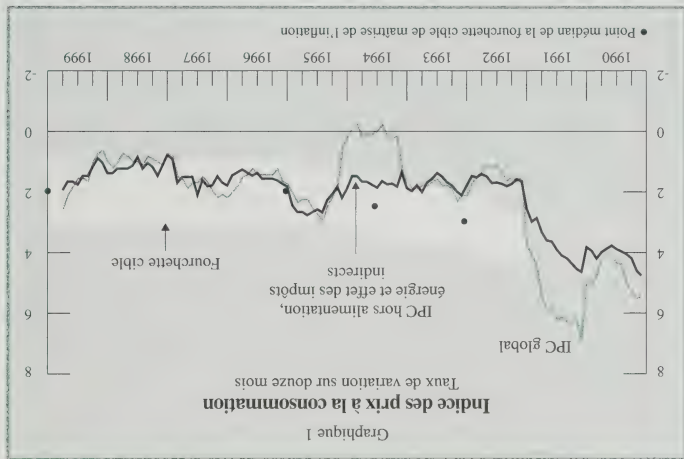
Flambée des prix du carburant. Parallèlement, deux influences fondamentales ont eu pour effet de limiter la hausse de l'inflation mesurée par l'indice de référence, à savoir l'existence de capacités de production excédentaires et de ressources inutilisées sur le marché du travail pendant toute la période et le fait que les coûts unitaires de main-d'œuvre sont demeurés pratiquement inchangés durant la dernière année.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Au cours des six derniers mois, l'inflation mesurée par l'indice de référence (IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects) a augmenté pour se rapprocher du point médian de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque. Bien que cette hausse soit conforme dans l'ensemble aux pronostics, elle s'est produite plus rapidement que prévu en raison de l'effet conjugué de certains facteurs transitoires.

L'inflation et la fourchette cible

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence était de 1,9 % en septembre, contre 1,2 % en mars (Graphique 1). Deux autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle (IPCX et IPCP)¹ se situent actuellement au même niveau que l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 2).



La progression de l'inflation mesurée par l'indice de référence vers le point médian de la fourchette cible est conforme dans l'ensemble aux pronostics.

... et est due notamment à la dépréciation antérieure du dollar canadien.

Plusieurs facteurs ont concouru à la hausse de l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours des six derniers mois. Les prix de la majorité des produits de consommation importés (biens et services) ont grimpé par suite de la baisse qu'a subie la valeur du dollar canadien entre l'automne 1997 et les derniers

1. La mesure IPCX exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des impôts indirects sur les autres composantes. La mesure IPCP multiplie chacune des pondérations des composantes du panier de l'IPC par une pondération additionnelle qui est inversement proportionnelle à la variabilité de la composante. Pour plus de renseignements à ce sujet, voir la Note technique 1 de la livraison de novembre 1997 du Rapport.

1. INTRODUCTION

Depuis la publication du Rapport sur la politique monétaire de mai dernier, la conjoncture économique internationale a continué de s'améliorer. L'activité économique à l'étranger a crû plus rapidement que prévu, tandis que l'inflation est restée modeste dans les principaux pays. Au Japon, la production a fortement augmenté, après deux années de grave récession. La croissance s'est accélérée en Europe, et l'économie de certains des pays asiatiques qui avaient été les plus durement touchés par la crise financière de 1997-1998 a connu un remarquable regain de vigueur. Aux États-Unis, encore une fois, les dépenses et la production ont enregistré un accroissement étonnamment marqué et l'inflation est demeurée faible, malgré les tensions qui existaient sur le marché du travail et les hauts niveaux de l'activité.

Dans ce contexte, les exportations canadiennes ont vivement progressé. La demande intérieure s'est également accélérée, et la marge de capacités inutilisées s'est amenue. L'inflation a connu une hausse modérée, se rapprochant du milieu de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque, et il semble que les attentes en matière d'inflation soient en train de se stabiliser aux alentours de ce niveau. Compte tenu du fait que l'inflation mesurée par l'indice de référence se situait dans la moitié inférieure de la fourchette visée et qu'il subsistait une marge de capacités inutilisées dans l'économie, la Banque du Canada n'a pas modifié sa cible pour le

taux du financement à un jour.

Dans les décisions qui seront prises à l'avenir au sujet de la conduite de la politique monétaire au Canada, il faudra tenir compte de deux grands facteurs. Le premier est le risque d'une montée des pressions inflationnistes aux États-Unis et les répercussions que cela pourrait avoir pour le Canada. Le deuxième est le dynamisme de la demande de biens et services canadiens au pays et à l'étranger ainsi que l'incertitude entourant les estimations de la production potentielle. En raison de ces facteurs, la Banque devra surveiller de très près une vaste gamme d'indicateurs simultanés et avancés des pressions s'exerçant sur l'inflation pour pouvoir intervenir en temps opportun.

Les données que renferme le présent rapport s'arrêtent au 5 novembre 1999.

Dans un contexte marqué par une amélioration du climat économique canadienne a pris de la vigueur et l'inflation s'est maintenue à de bas niveaux.

Compte tenu du dynamisme de l'économie américaine et de la vigueur de la demande au Canada, la Banque devra surveiller de très près une vaste gamme d'indicateurs des pressions inflationnistes potentielles.

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

AU CANADA

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie et, partant, une amélioration de sa croissance au fil du temps.
- Les cibles de maîtrise de l'inflation font en sorte que la politique monétaire contribue à atténuer les variations cycliques du revenu et de l'emploi, et elles permettent à la Banque de mieux évaluer le potentiel de croissance de l'économie.

L'outil de la politique monétaire

- La Banque du Canada tire parti de l'influence qu'elle exerce sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des conditions monétaires sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener l'inflation au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. En décembre 1993, il a été décidé de maintenir cette fourchette jusqu'à la fin de 1998. En février 1998, son application a été prolongée jusqu'à la fin de 2001.
- Le gouvernement et la Banque compilent établis, d'ici la fin de 2001, quelle cible à long terme de la politique monétaire est compatible avec la stabilité des prix.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix des aliments et de l'énergie et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur l'IPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects, mesure qu'elle appelle *indice de référence*.

- En longue période, les mesures de l'inflation fondées sur l'IPC global et sur l'indice de référence tendent à présenter des profils d'évolution similaires. Toutefois, si les deux indices devaient afficher de façon persistante des profils d'évolution divergents, la Banque ajusterait la trajectoire souhaitée pour le taux d'augmentation de l'indice de référence de façon à ramener celui de l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

TABLe DES MATIÈRES

1. Introduction	5
2. L'évolution récente de l'inflation	6
L'inflation et la fourchette cible	6
Les facteurs qui influent sur l'inflation	11
3. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation	19
4. Les perspectives en matière d'inflation	24
La conjoncture internationale	24
La demande et l'offre globales au Canada	26
La mesure des attentes relatives à l'inflation	27
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation	31
Les autres indicateurs des pressions inflationnistes	31
Les indicateurs monétaires	32
Les prévisions relatives à l'inflation	33
5. Conclusions	35
Bibliographie	36

Lorsque nous aurons à faire face aux divers défis qui se poseront à nous au cours de la prochaine année, nous devons à tout prix veiller à ce que la Banque continue de maintenir la tendance de l'inflation à l'intérieur de sa fourchette cible de 1 à 3 %. C'est seulement lorsque les Canadiens peuvent tabler sur un taux d'inflation bas et stable que l'économie de notre pays livre ses meilleurs résultats.

— Gordon Thiessen

Les défis qui se poseront à la politique monétaire canadienne en l'an 2000

*Allocution prononcée par Gordon Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada
devant la Greater Charlottetown Area
Chamber of Commerce
Charlottetown (Île-du-Prince-Édouard)
le 2 novembre 1999*

RAPPORT SUR LA POLITIQUE
MONÉTAIRE

— novembre 1999 —

Dollar d'argent du centenaire de la Bibliothèque du Parlement. La pièce dont le revers est reproduit en page couverture a été frappée en 1976 pour marquer le 100^e anniversaire de l'inauguration de cette magnifique bibliothèque, la seule partie du premier édifice du Centre ayant survécu au désastreux incendie qui a ravagé les édifices du Parlement en 1916. La Bibliothèque du Parlement, qui est encore en usage aujourd'hui, constitue l'une des principales attractions touristiques d'Ottawa.

La pièce reproduite est l'œuvre de John Mardon.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

3802
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé



— novembre 1999 —

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

BANQUE DU CANADA

MONETARY POLICY REPORT

– November 1999 –

Summary

Since the last *Monetary Policy Report*, Canada's economy has steadily gathered strength as the global economic environment improved.

This improvement was led by strong increases in spending and output in the United States where the trend of inflation remained relatively low despite a tight labour market. Many emerging-market economies have staged marked recoveries, and after two years of recession, output in Japan picked up sharply. Growth has also been strengthening in Europe.

At the same time, there has been a significant recovery in world commodity prices.

These external factors boosted Canada's exports, but domestic spending by consumers and businesses also gained momentum. The expansion of total demand reduced the margin of unused production capacity in the economy, and the trend of inflation rose moderately towards the middle of the Bank's target range of 1 to 3 per cent.

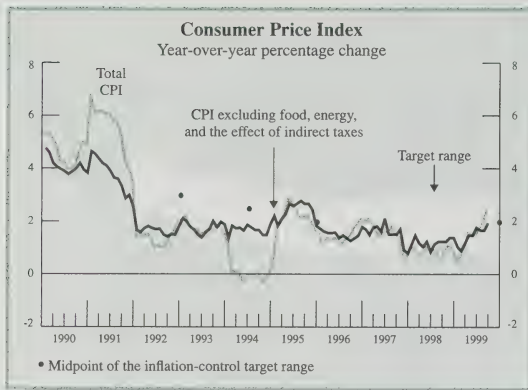
In determining the future conduct of monetary policy, the Bank now faces two key issues. First, there is the

risk of a buildup of inflation pressures in the United States and the implications for Canada. Second is the momentum of demand in the Canadian economy from both domestic and

Highlights

- The trend of inflation is expected to remain close to 2.0 per cent over the next 18 months.
- There are, however, some important risks to this projection.
- These risks relate to the possibility of stronger demand from both domestic and international sources and of potential inflation pressures in the United States.
- To preserve the low trend of inflation in Canada, the Bank must be ready to adjust monetary conditions in a timely manner.
- Any resurgence of inflation would undermine Canada's prospects for a durable expansion.





international sources, combined with the uncertainty surrounding estimates of production capacity. These issues will require the Bank to pay very close attention to a wide range of coincident and leading indicators of pressures on inflation in order to make timely policy judgments.

Economic and Financial Developments

Canada's real GDP rose at an annual rate of about 4 per cent over the first three quarters of 1999.

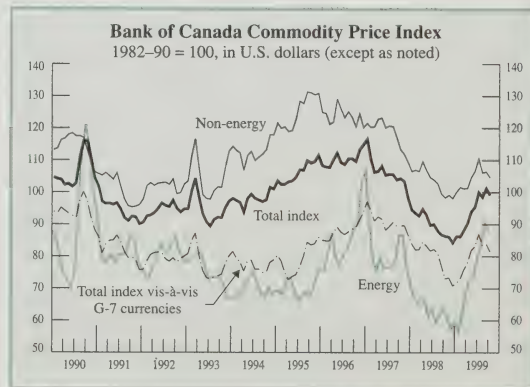
Core inflation (the CPI excluding food, energy, and the effect of indirect taxes) moved up towards the middle of the target range over the past six months, reaching 1.9 per cent in September. This move was broadly in line with expectations and reflected several temporary factors, including the past depreciation of the Canadian dollar, which pushed up prices for imported goods and services.

Wages, the largest component of production costs, rose more strongly

over the period, but a pickup in labour productivity caused overall unit labour costs to fall.

In both June and August, the U.S. Federal Reserve raised its overnight interest rate by 25 basis points—actions aimed at heading off inflation pressures in the face of a tight labour market and continued strong demand. However, with core inflation in the lower half of its target range and a degree of slack in the economy, the Bank of Canada held the Bank Rate steady at 4.75 per cent. Nevertheless, Canadian money market rates moved up, reflecting both the actual and expected increase in U.S. short-term rates as well as market expectations of higher rates in Canada.

The Canadian dollar has fluctuated in a range of 66 to 68 U.S. cents for most of the period. While negative spreads between Canadian and U.S. short-term interest rates weighed against the dollar, it was supported by resurgent commodity markets, the improving current account, and the strengthening economic outlook.



Canadian bond yields have risen by more in Canada than in the United States, and negative spreads have largely disappeared. This increase in bond yields has also been reflected in higher Canadian mortgage rates.

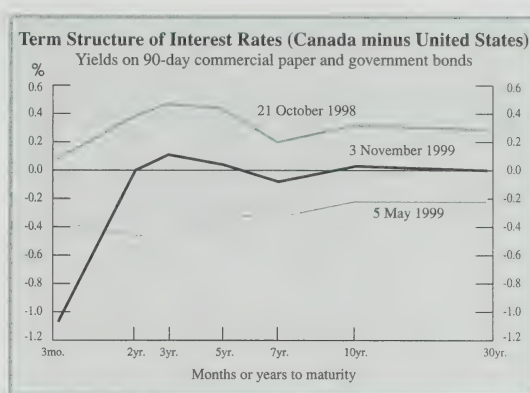
The Outlook for Inflation

Strong recovery in emerging Asian economies is likely to continue, and Japan's economy, while still fragile, is now likely to show positive growth this year and next. In the euro area, growth is expected to pick up over the next 18 months.

In the United States, economic growth is expected to remain robust through this year. But a significant easing to a more sustainable growth rate is projected in 2000. Although core inflation has recently been close to 2 per cent, several factors point to upside risks. These inflation risks include continued excess demand in labour markets, a depreciating U.S. dollar, and rising commodity prices.

Non-energy commodity prices should stage a further recovery next year, as global demand continues to rise. But the current high prices for crude oil, which have recently pushed up the total CPI, should fall as major producers increase output.

These international trends, together with the stronger spending of both households and businesses, have prompted most forecasters to revise their projections for Canada's growth upwards. The latest private sector consensus is for economic growth of 3.6 per cent this year and



2.9 per cent in 2000. The Bank is projecting output growth for Canada in 1999 of close to 3.75 per cent—the top of the range projected last spring. For 2000, with the U.S. economy slowing, the Bank sees growth in a range of 2.75 to 3.75 per cent.

This projection, together with estimates of potential output using traditional techniques, would suggest that the Canadian economy would be operating at, or slightly above, full capacity in 2000. With the projected level of activity close to the economy's estimated output capacity and the uncertainty of these capacity estimates, the Bank has begun placing increasing emphasis on a wide range of indicators in order to carefully evaluate any evidence of pressures on prices and capacity. (See Technical Box 4 in the full Report.)

Based on our overall analysis, the most likely outcome over the next 18 months is for core inflation to remain close to the midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent inflation-control

target range. As well, with the international price of oil no longer under upward pressure, total CPI inflation would be expected to move down to that core rate.

There are, however, some important risks to this projection. These relate to the possibility of a stronger momentum of demand from domestic as well as international sources and of potential inflation pressures in

the United States. To preserve the low trend of inflation incorporated in this projection, the Bank must be ready to adjust monetary conditions in a timely manner. The challenge will be to assess carefully, using all available coincident and leading indicators, when adjustments are needed. Any resurgence of inflation in Canada would undermine our prospects for a durable expansion.

This document contains confidential information. It is for the use of the public only. It is not to be distributed outside the Bank of Canada. It is not to be used for any other purpose. It is not to be reproduced without the written consent of the Bank of Canada. For more information, visit the Bank of Canada website at www.bankofcanada.ca.

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

- novembre 1999 -

Sommaire

Depuis la publication du *Rapport sur la politique monétaire* de mai dernier, l'activité économique n'a cessé de s'accélérer au Canada à la faveur de l'amélioration de la conjoncture économique internationale.

Cette amélioration tient surtout à l'accroissement marqué des dépenses et de la production aux États-Unis, où la tendance de l'inflation est demeurée à un niveau relativement bas malgré les tensions régnant sur le marché du travail. Un grand nombre d'économies à marché émergent ont connu un remarquable regain de vigueur et, au Japon, la production a fortement augmenté après deux années de récession. La croissance s'est aussi raffermie en Europe.

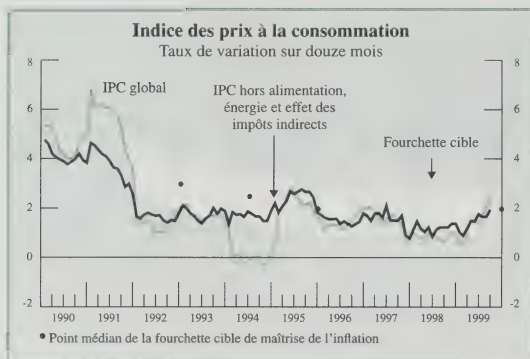
Parallèlement, les cours mondiaux des produits de base se sont nettement redressés.

En plus des facteurs extérieurs ayant stimulé les exportations canadiennes, on a observé une accélération des dépenses intérieures des consommateurs et des entreprises. L'expansion de la demande globale a eu pour effet de réduire la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne, et l'inflation tendancielle a connu une hausse modérée, se rapprochant du milieu de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque.

Dans les décisions qu'elle doit prendre pour la conduite de la politique monétaire au Canada, la Banque doit maintenant tenir compte de deux grands facteurs. Le premier est le

Faits saillants

- La tendance de l'inflation devrait demeurer aux alentours de 2,0 % durant les dix-huit prochains mois.
- Toutefois, d'importants risques pèsent sur nos prévisions.
- Il est en effet possible que la demande de biens et services canadiens se renforce tant au pays qu'à l'étranger et que des pressions inflationnistes se manifestent aux États-Unis.
- Afin que la tendance de l'inflation au Canada se maintienne à un bas niveau, la Banque doit se tenir prête à modifier les conditions monétaires en temps opportun.
- Une recrudescence de l'inflation compromettrait les chances que l'expansion de l'économie canadienne soit durable.



risque d'une montée des pressions inflationnistes aux États-Unis et les répercussions que cela pourrait avoir pour le Canada. Le deuxième est le dynamisme de la demande de biens et services canadiens au pays et à l'étranger, conjugué à l'incertitude entourant les estimations de la production potentielle. En raison de ces facteurs, la Banque devra surveiller de très près une vaste gamme d'indicateurs simultanés et avancés des pressions s'exerçant sur l'inflation pour pouvoir intervenir en temps opportun.

Évolution économique et financière

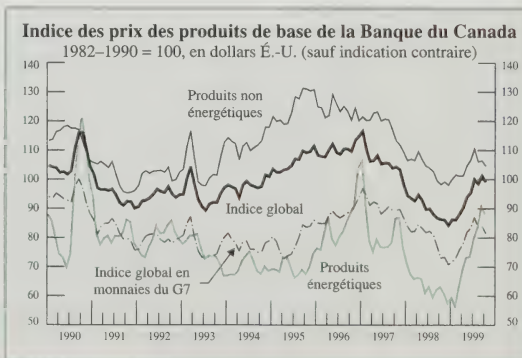
Le PIB réel du Canada a crû de 4 % environ (en chiffres annualisés) durant les trois premiers trimestres de 1999.

Au cours des six derniers mois, l'inflation mesurée par l'indice de référence (IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects) a augmenté pour se rapprocher du milieu de la fourchette visée par la Banque; en septembre, elle se situait à 1,9 %. Cette hausse est conforme dans l'ensemble aux pronostics et reflète divers facteurs transitoires, notamment la dépréciation passée du

dollar canadien, qui a fait monter les prix des biens et services importés.

Les salaires, qui constituent la plus importante composante des coûts de production, ont progressé plus vivement au cours de la période, mais grâce à une hausse de la croissance de la productivité du travail, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont baissé dans l'ensemble.

En juin et en août, la Réserve fédérale des États-Unis a relevé de 25 points de base le taux du financement à un jour dans le but de prévenir l'éclosion de pressions inflationnistes, compte tenu des tensions observées sur le marché du travail et de la vigueur persistante de la demande. Cependant, comme l'inflation mesurée par l'indice de référence au Canada se situait dans la moitié inférieure de la fourchette cible et qu'une marge de capacités inutilisées subsistait dans l'économie, la Banque du Canada a maintenu son taux d'escompte à 4,75 %. Les taux du marché monétaire canadien se sont néanmoins inscrits en hausse en raison des relèvements effectifs ou anticipés des taux d'intérêt à court terme aux États-Unis et des attentes sur les marchés d'une augmentation des taux au Canada.



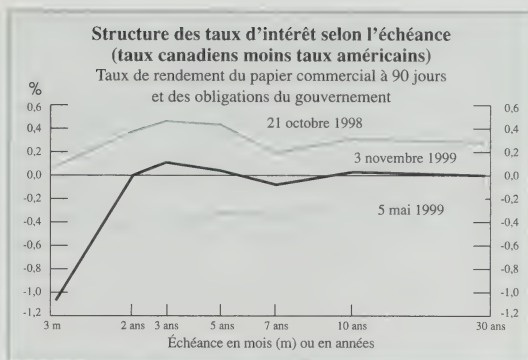
Le cours du dollar canadien a fluctué entre 66 et 68 cents É.-U. pendant la majeure partie de la période. L'existence d'écarts négatifs entre les taux d'intérêt à court terme canadiens et américains a exercé des pressions à la baisse sur notre monnaie, mais celle-ci a été soutenue par le redressement des marchés des produits de base, l'amélioration de la balance courante et le raffermissement des perspectives économiques.

Les rendements obligataires ont crû davantage au Canada qu'aux États-Unis, et les écarts négatifs ont disparu dans une large mesure. Le relèvement des rendements obligataires au pays s'est aussi traduit par une hausse des taux hypothécaires.

Les perspectives canadiennes d'inflation

La forte reprise que connaissent les pays à marché émergent d'Asie devrait se poursuivre, et on pense maintenant que l'économie du Japon, quoique toujours fragile, pourrait enregistrer une croissance positive cette année et l'an prochain. Dans la zone euro, on s'attend à ce que le rythme de l'activité s'accélère au cours des dix-huit prochains mois.

Aux États-Unis, l'expansion économique devrait demeurer robuste jusqu'à la fin de l'année, mais on prévoit qu'elle ralentira sensiblement pour adopter une cadence plus soutenable en l'an 2000. Bien que le taux d'inflation hors alimentation et énergie dans ce pays se soit maintenu récemment aux alentours de 2 %, plusieurs signes donnent à penser qu'il risque d'augmenter; ces risques sont notamment la demande excédentaire persistante sur les marchés



du travail, la dépréciation du dollar américain et le renchérissement des matières premières.

Les prix des produits de base non énergétiques devraient reprendre leur remontée l'an prochain, à mesure que la demande mondiale continuera de progresser. Quant aux cours du pétrole brut, dont les hauts niveaux actuels expliquent la hausse récente de l'IPC global, ils devraient reculer après que les principaux producteurs auront intensifié leur production.

Ces tendances internationales, conjuguées à l'essor de la dépense des entreprises et des ménages canadiens, ont poussé la plupart des prévisionnistes à réviser à la hausse leurs pronostics concernant l'expansion de l'activité au Canada. Les plus récentes prévisions du secteur privé concernant la croissance du PIB réel s'établissent désormais en moyenne à 3,6 % pour cette année et à 2,9 % pour l'année prochaine. La Banque estime que l'avance de la production au Canada se situera pour cette année aux alentours de 3,75 %; ce taux constitue la limite supérieure de la plage annoncée au printemps dernier. Avec le ralentissement attendu de l'activité économique aux États-Unis, la Banque prévoit que le

taux de croissance de l'économie canadienne se situera entre 2,75 et 3,75 % en l'an 2000.

Cette projection, combinée aux estimations de la production potentielle obtenues à l'aide des techniques traditionnelles, donne à penser que l'économie canadienne pourrait fonctionner l'an prochain aux limites de sa capacité de production ou légèrement au delà. Étant donné que le niveau projeté de l'activité avoisine le niveau auquel se trouverait la production potentielle en l'an 2000 selon nos estimations et à cause de la marge d'incertitude qui entoure celles-ci, la Banque a commencé à accorder davantage d'importance à l'évolution d'une vaste gamme d'indicateurs pour pouvoir évaluer, de manière plus approfondie, le degré des pressions qui s'exercent sur les prix et sur la capacité de production (voir la Note technique 4 dans la version complète du *Rapport*).

Dans l'ensemble, nos analyses incitent à croire que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeurera, au cours des dix-huit prochains mois, près du point médian de la fourchette

cible de maîtrise de l'inflation visée par la Banque, qui va de 1 à 3 %. En outre, les prix mondiaux du pétrole n'étant plus soumis à des pressions à la hausse, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait baisser durant cette période pour s'établir au même niveau que l'inflation mesurée par l'indice de référence.

Toutefois, d'importants risques pèsent sur nos prévisions. Il est en effet possible que la demande de produits canadiens se renforce tant au pays qu'à l'étranger et que des pressions inflationnistes se manifestent aux États-Unis. Afin que la tendance de l'inflation se maintienne au bas niveau sur lequel s'appuient nos prévisions, la Banque doit se tenir prête à modifier les conditions monétaires en temps opportun. Le défi qu'elle devra relever sera d'estimer avec soin, à l'aide de tous les indicateurs simultanés et avancés à sa disposition, le moment où de telles modifications s'avéreront nécessaires. Une recrudescence de l'inflation au Canada compromettrait les chances que l'expansion soit durable.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an. Pour recevoir des exemplaires du rapport au complet ou du *Sommaire*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, Services de communication, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@bank-banque-canada.ca;
site Web : <http://www.bank-banque-canada.ca>

CA1
FN 73
M56

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

– May 2000 –



The 1998 sterling silver proof dollar featured on the cover was designed by Adeline Halvorson and commemorates the 125th anniversary of the founding of the North-West Mounted Police. At the time of Confederation in 1867, Canada consisted of only four eastern provinces. In 1870, the government acquired a huge expanse of land from the Hudson's Bay Company. Plans to open the region to settlement required the suppression of the whisky trade and the establishment of peaceful relations with the Native peoples. In May 1873, the North-West Mounted Police force was created to bring law, order, and Canadian authority to the western frontier. The reverse of the coin features a mounted member of that early force, which, in 1920, became the Royal Canadian Mounted Police. The obverse bears the effigy of Her Majesty Queen Elizabeth II by artist Dora de Pédery-Hunt.

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

3827
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

MONETARY POLICY REPORT

— May 2000 —

Up to now, our inflation performance has been somewhat better than we had expected This good inflation performance bodes well for the continued expansion of the Canadian economy. But what remains to be seen is whether this expansion will bring with it strong productivity gains for Canada similar to those witnessed in the United States. One thing is clear. The job of the Bank of Canada must be to keep inflation in Canada low and stable. Without that, we will be risking both the economic expansion and the potential productivity gains.

— Gordon Thiessen

*The Conduct of Monetary Policy When You Live
Next Door to a Large Neighbour*

*Remarks by Gordon Thiessen
Governor of the Bank of Canada
to the Canadian Society of New York
New York, U.S.A.
9 March 2000*

CONTENTS

1. Introduction	5
2. Recent Developments in Inflation	6
Inflation and the target range	6
Factors at work on inflation	10
3. Achieving the Inflation-Control Targets	16
4. The Outlook for Inflation	19
International background	19
Aggregate demand and supply in Canada ..	21
Measures of inflation expectations	24
Other factors affecting inflation	25
Other indicators of inflation pressures	25
Monetary and credit indicators	26
Inflation projection	28
5. Conclusions	29
Bibliography	30

CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively and thereby contributes to better growth over time.
- Inflation-control targets ensure that monetary policy works to moderate cyclical fluctuations in income and employment. These targets help the Bank to make more accurate judgments about the growth potential of the economy.

The monetary policy instrument

- The Bank of Canada uses its influence on short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target range. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in monetary conditions is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. In December 1993, this target range was extended to the end of 1998. In February 1998, it was extended again to the end of 2001.
- By the end of 2001, the government and the Bank plan to determine the long-run target for monetary policy consistent with price stability.

Monitoring inflation

- In the short run, there is a good deal of movement in the CPI caused by transitory fluctuations in the prices of food and energy, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on the CPI excluding food, energy, and the effect of indirect taxes. This measure is referred to as the *core* CPI.
- Over longer periods, the measures of inflation based on the total CPI and the core CPI tend to follow similar paths. In the event of persistent differences between the trends of the two measures, the Bank would adjust its desired path for core CPI inflation so that total CPI inflation would come within the target range.

1. INTRODUCTION

The global economy has shown greater strength than was anticipated at the time of the November *Report*. Growth in both the emerging-market and European economies has accelerated, and the pace of the economic expansion in the United States has increased even further. Japan, however, has not yet shared in this stepped-up activity.

This strengthening pace of global economic expansion carries with it an increasing risk of potential inflation pressures. This is especially true for the United States, where there is mounting evidence that demand is pressing against supply, particularly in the labour market. In addition, because of the marked rise in world oil prices during the winter, the headline rate of consumer inflation increased sharply in most countries.

Canada's economic performance over the past six months has also exceeded expectations. Growth has been stronger than projected, reflecting both the buoyancy of external demand and more vigorous domestic demand. The trend of inflation has been lower than expected, however, and has remained among the lowest in the major industrial countries. This low level of inflation is one of the main reasons why Canadian interest rates have stayed below comparable U.S. rates.

These developments raise several key areas of uncertainty for the conduct of Canadian monetary policy in the period ahead. First, the momentum of demand in Canada from both international and domestic sources could continue to outpace expectations. Second, a possible buildup of inflationary pressures in the United States could have implications for Canada. Third, the capacity of the Canadian economy to produce goods and services without adding to inflationary pressures may be higher than previously thought.

The pace of global economic expansion has strengthened . . .

. . . bringing with it increased risk of potential inflation pressures

The Canadian economy has outperformed expectations.

This report includes information received to 1 May 2000.

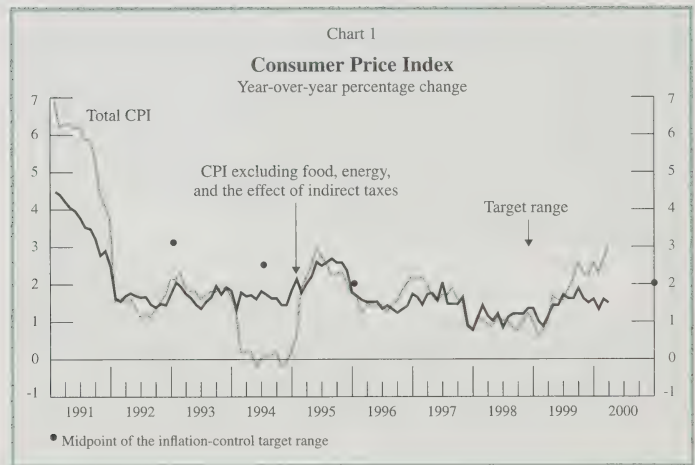
2. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

The reduction in core inflation over the past six months was unexpected . . .

Since last autumn, core inflation (CPI excluding food, energy, and the effect of changes in indirect taxes) has moved down within the lower part of the Bank's inflation-control target range. This decline was not anticipated. At the time of the November 1999 *Report*, core inflation was expected to increase to the mid-point of the 1 to 3 per cent target range in the first quarter of 2000. The substantial jump in energy prices moved the rate of increase in the total CPI sharply higher to the upper end of the target range.

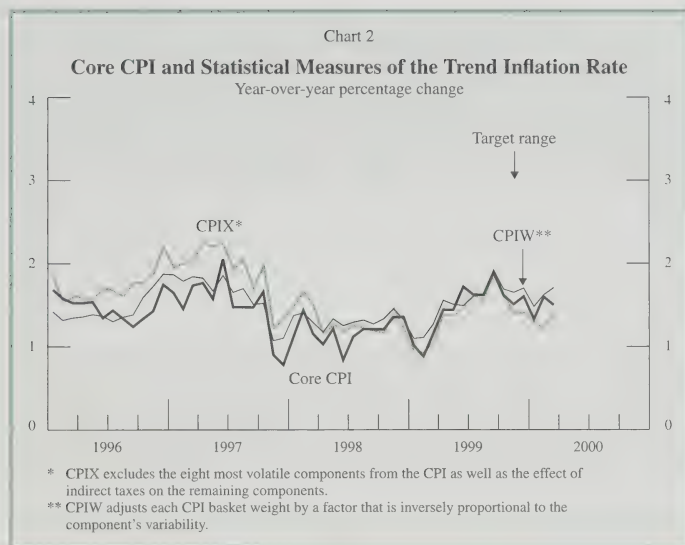
Inflation and the target range

The 12-month rate of increase in the core CPI was 1.5 per cent in March, compared with 1.9 per cent last September (Chart 1). Other statistical measures of the trend rate of inflation are around the level of core inflation (Chart 2).



and resulted from a number of factors.

This recent decline in core inflation can be explained largely by developments in several components of household spending. Over the past year, prices for most imported non-energy consumer goods and services declined as a result of the appreciation of the Canadian dollar and lower U.S. dollar prices for these items. Competitive pressures in the retail sector have also been intense, leading to discounts on semi-durable consumer goods such as clothing and footwear, and, to a lesser extent, on durables such as automobiles and household appliances. In addition, the possibility of less



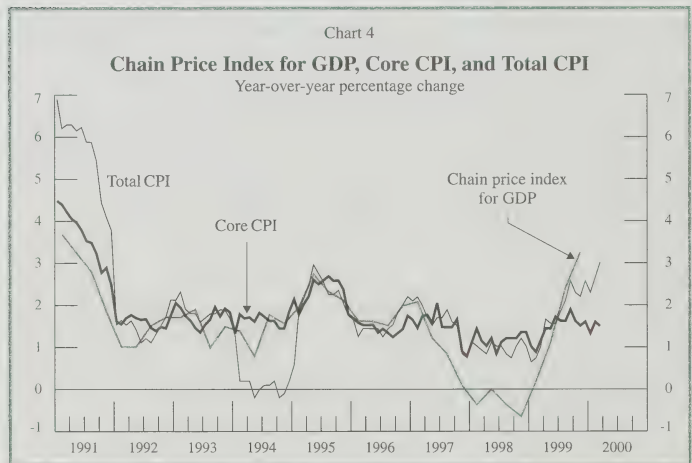
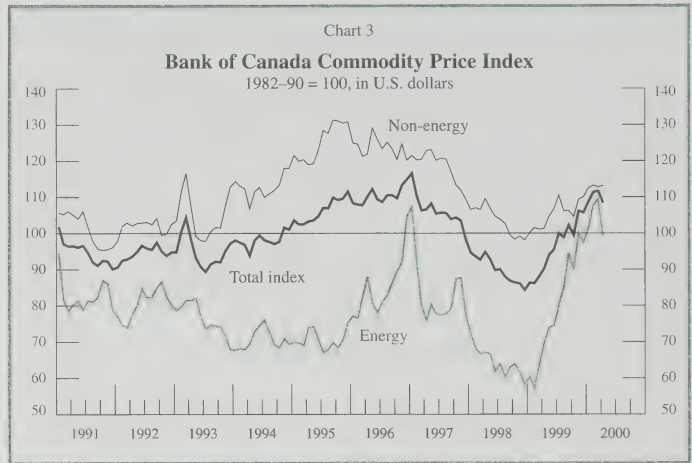
pressure on capacity output than was previously expected appears to have played a role.

Despite the decline in core inflation, the 12-month rate of increase in the total CPI rose from 2.6 per cent in September to 3 per cent in March. This divergence reflects the impact of the dramatic rise in energy prices on the total CPI (Technical Box 1).

The hike in energy prices was caused primarily by the sharp run-up in crude oil prices over the past year that resulted from supply constraints by OPEC and several non-OPEC producers, and from rising global demand. Natural gas prices also rose, but less than oil prices. More recently, world prices for crude oil have fallen back somewhat from their first-quarter peak.

Prices for many other non-agricultural commodities—notably base metals and pulp—have also moved up substantially, largely because of strengthening global demand. These increases, combined with higher oil prices, have caused the average U.S. dollar price of the major primary commodities produced in Canada (as measured by the Bank of Canada's commodity price index) to rise by 32 per cent since the end of 1998 (Chart 3). This substantial recovery in the prices of Canada's commodity exports also accounts for the marked rise in 1999 of the chain price index for GDP (a broad price measure of the goods and services produced in Canada), relative to the core CPI (Chart 4).

Higher energy prices explain the rise in the total CPI.



Technical Box 1

Rising Oil Prices: Implications for Inflation

The large swings in crude oil prices over the past two years and their effect on the total CPI underscore the importance of focusing monetary policy on a measure of core inflation that looks through such volatile factors. With major production cutbacks and stronger world demand, crude oil prices rose, on balance, by about 80 per cent from just over US\$14 per barrel in October 1998 to about US\$25 per barrel in early April 2000. This largely explains the substantial jump in both gasoline and fuel oil prices at the consumer level and, in turn, most of the recent rise in the rate of increase in the total CPI—from less than 1 per cent at the beginning of 1999 to 3 per cent currently.

Prices for gasoline and fuel oil are highly sensitive to fluctuations in the international supply of and demand for crude oil. Changes in these prices are the most important first-round effect on the CPI from variations in crude oil prices. Swings in crude oil prices can also have first-round effects on the core CPI because energy costs represent an important share of the total costs of activities such as air and truck transportation and the manufacture of plastic products. Along with such cost-based effects on the core CPI, there could be second-round influences on wages and other prices if these first-round effects feed into expectations of higher ongoing inflation.

To date, the first-round effects on the core CPI of the increase in crude oil prices appear to have been small. As of March, the estimated impact on the core CPI is less than 0.1 per cent (mainly air fares), because of such factors as long-term contracts, the continued intense degree of competition in the retail sector, and the difficulty of passing on higher costs in the form of price increases. This contrasts with the estimated long-run effect on the level of the core CPI of a permanent 80 per cent increase in oil prices (if there is full pass-through into consumer prices and no further major changes in oil prices) of 0.5 to 0.7 per cent. This longer-term effect would likely be spread over a period of more than one year. Moreover, in the current competitive environment, this long-run estimate should be considered an upper limit, since firms would be expected to achieve some cost savings through substitution towards cheaper sources of energy and by economizing on energy use.

By excluding energy prices from the core CPI, monetary authorities can better assess the underlying trend of inflation and, therefore, of future movements in inflation.¹ By focusing on a core inflation measure, the Bank has made it clear that it is prepared to accommodate the first-round effects of short-term movements in crude oil prices on the total CPI. Second-round effects, however, will not be accommodated. In the current circumstances, the impact of the sharp increase in crude oil prices on the total CPI appears to have been restricted to first-round effects. However, the Bank will be watching closely for significant evidence of broader second-round effects. If crude oil prices remain near US\$25, or fall further, the Bank expects that the total CPI will start to move down towards the core rate during the second quarter of this year.

1. A similar principle of exclusion, or reduced weighting, of the more volatile CPI components is used to construct alternative statistical measures of trend inflation, such as CPIX and CPIW. Indeed, gasoline, fuel oil, and natural gas are three of the eight most volatile CPI components excluded from the CPIX measure. Also excluded from CPIX (but not from core CPI) is inter-city public transportation (mainly air fares), which is very sensitive to oil prices.

Factors at work on inflation

Aggregate demand

Canada's economic expansion strengthened in the second half of 1999 and into early 2000 . . .

. . . led by faster export growth.

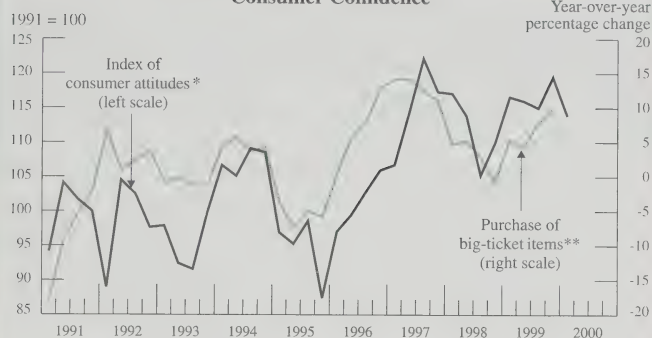
Household spending has also been buoyant . . .

The pace of Canada's economic expansion continued to strengthen in the second half of 1999 and into early 2000, reflecting the extremely robust economic growth in the United States, further recovery in world commodity prices, and growing momentum in domestic demand. Real GDP in Canada rose at an annual rate of 5.0 per cent in the second half of 1999, after a gain of 4.3 per cent in the first half. For the first quarter of 2000, current information points to continued strong growth in a range of 4 to 5 per cent.

The vigorous expansion of U.S. aggregate demand and the highly competitive position of Canadian industry have contributed to increased growth in export volumes, especially exports of finished goods such as machinery and equipment and automotive products. In addition, the recovery in commodity prices led to a resumption of growth in the volume of commodity exports.

The growth of household spending eased slightly in the second half of the year but, nevertheless, remained strong, reflecting increased consumer confidence and continued strong gains in real income (Chart 5). Indicators received to date also suggest that this momentum in household spending has carried forward into the first quarter of 2000. The substantial growth of real personal disposable income has largely reflected solid gains in employment, particularly for full-time positions (Chart 6). As a result, the unemployment rate has declined still further. Lower personal income tax rates and, to a smaller degree, the increase in personal wealth associated with the recent demutualization of Canadian life insurance companies, have also supported consumer confidence and household expenditures.

Chart 5

Consumer Confidence

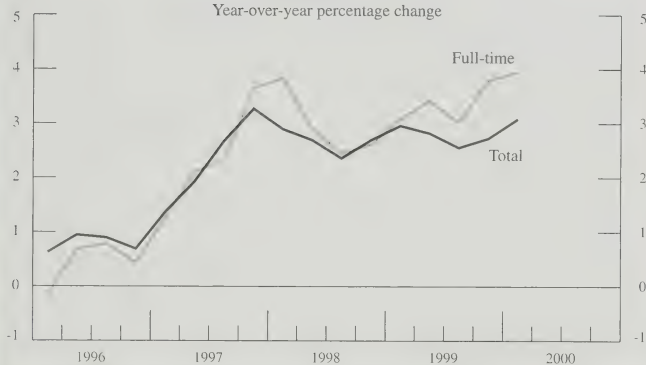
* Source: Conference Board of Canada

** Expenditures in constant dollars on consumer durables plus housing

Chart 6

Employment

Year-over-year percentage change



With Canadian firms feeling confident about the economy and about their own financial prospects, investment in capital goods continued to grow substantially in the second half of 1999. Expenditures on machinery and equipment, as well as on structures, remained high. In particular, spending by the oil and gas sector rebounded considerably in the second half of 1999, following the sharp gains in crude oil and natural gas prices. Early indicators point to continued strong investment growth in the first quarter of 2000.

... as has capital spending by businesses.

Import growth was extremely robust.

Imports continued to show strong growth in the last six months of 1999 and in early 2000, mainly reflecting the rapid advance in domestic demand for import-intensive items such as machinery and equipment and motor vehicles.

Canada's current account position (in dollar terms) continued to improve during the second half of 1999 and was virtually in balance in the third quarter before it fell back into a small deficit at the end of the year. The overall improvement reflected a recovery in the terms of trade, chiefly because of rising commodity prices. This price advantage partly offset a reduction in the merchandise trade surplus in volume terms as imports continued to grow more briskly than exports. Early information suggests that the current account position is likely to have moved back into surplus in the first quarter, following both a rebound in the real trade balance and a further increase in the terms of trade.

Cost control

Wage growth has been rising, but remains modest relative to productivity gains and inflation.

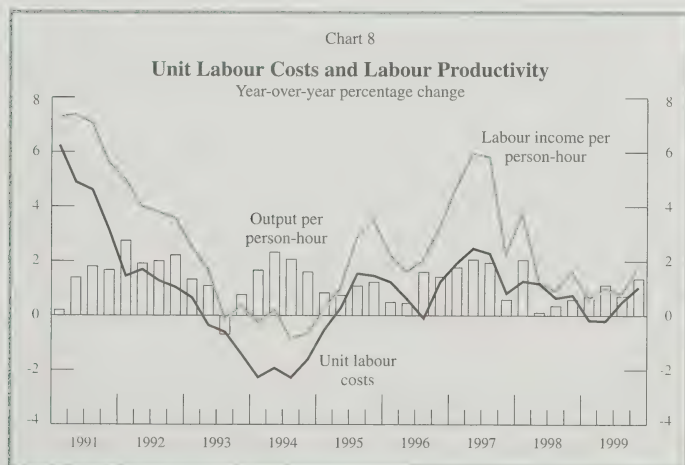
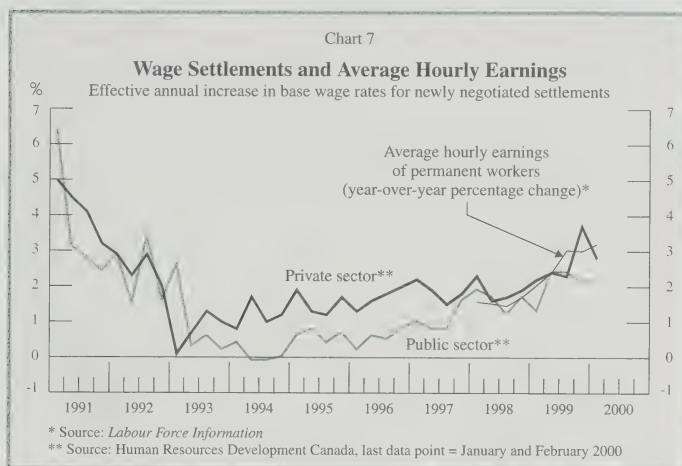
The Bank monitors a number of wage measures, each with its own limitations. Overall, these measures suggest that wage growth has accelerated somewhat but has remained at, or slightly below, what would be consistent with Canada's average rate of productivity gains and the recent performance of trend inflation.

The year-over-year increase in the average hourly wage (excluding overtime) for permanent workers, a relatively new addition to Statistics Canada's *Labour Force Information*, has shown a moderately accelerating trend since late 1998. The year-over-year increase in the first quarter of 2000 was 3.2 per cent, up from 3.0 per cent in the previous quarter. In contrast, another broad-based measure, the year-over-year increase in labour income per person-hour, was relatively stable in 1999—within a range of 1 to 2 per cent. According to wage-settlement data, which cover only about 20 per cent of non-agricultural paid employment, the average annual wage increase in the unionized private sector has been edging up since 1998, rising to 2.7 per cent in the last half of 1999 from 2.3 per cent in the first half, with most of that increase coming from settlements in the automobile industry. Thus far in 2000, private sector settlements have averaged 2.8 per cent (for January and February) (Chart 7). Finally, a compensation survey by the Conference Board of Canada conducted in August and September 1999 suggested that pay increases in 2000 would be somewhat lower than in 1999. Increases for the non-unionized private sector were projected to be 3.4 per cent compared with 3.6 per cent in 1999. These projections may be revised upwards, however, because of the unexpected strength in the economy since the survey was completed.

Output per person-hour recovered in 1999 from a very weak performance the previous year, rising by over 1 per cent from the fourth quarter of 1998 to the fourth quarter of 1999 (Chart 8). Combined with moderate increases in labour income per person-hour, this improvement in labour productivity resulted in a modest increase in unit labour costs of about 1 per cent in 1999—below the rate of core inflation. Spending by business in 1999 on machinery and equipment, especially computers, remained very strong, which bodes well for future productivity growth.

Labour productivity moved up gradually in 1999...

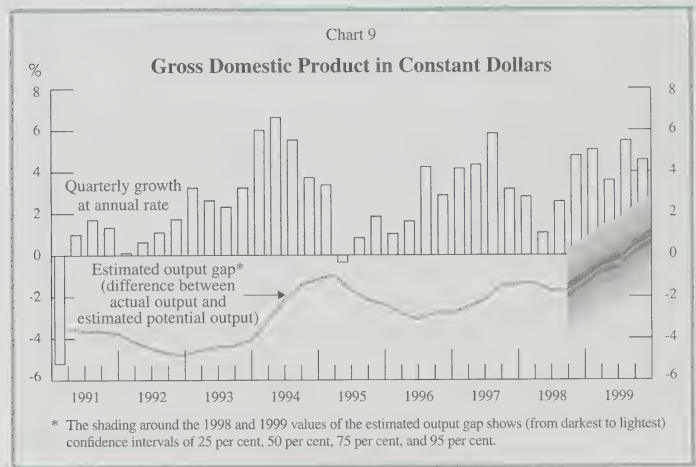
...and strong investment in machinery and equipment bodes well for further productivity gains.



Estimated pressures on capacity

The Bank's conventional measure of capacity output suggests that the economy is in excess demand...

Based on the Bank's conventional measurement techniques, the Canadian economy was operating about one-half of one per cent below capacity in mid-1999. By year-end, these same techniques indicated that the economy was functioning close to three-quarters of one per cent above its production capacity.¹ There is always considerable uncertainty associated with the measurement of potential output, as can be seen by the wide confidence band around the estimated gap (Chart 9). Because of this uncertainty, and because the economy is operating at such high levels, the Bank has stressed the need to look at a range of indicators to assess the degree of pressure on productive capacity.



but other indicators suggest that the conventional measure may be underestimating the amount of capacity.

A number of these other indicators suggest that the Bank's conventional measure of potential output has been underestimating the economy's ability to produce goods and services without adding to inflationary pressures. Most importantly, even with the unexpectedly rapid growth of the economy, core inflation in recent months has been lower than had been anticipated, and this cannot be fully explained by temporary special factors. In addition, despite the strong demand for exports, Statistics Canada's data on

1. At the time of the November *Report*, the economy was estimated to have been operating at about one-quarter of one per cent below potential output in mid-1999. The historical estimates of the output gap were updated following Statistics Canada's upward revision to the level of GDP over the first half of 1999 as well as the stronger-than-expected growth in GDP over the second half of the year.

unfilled orders do not point to any significant bottlenecks in production. The inventory situation also appears to be close to balance. In labour markets, while there is some evidence that the rate of wage growth has accelerated, overall wage gains have thus far been modest relative to productivity growth and inflation, and participation rates have been rising. This suggests that labour markets are not as tight as would be indicated by the conventional measure of capacity output.

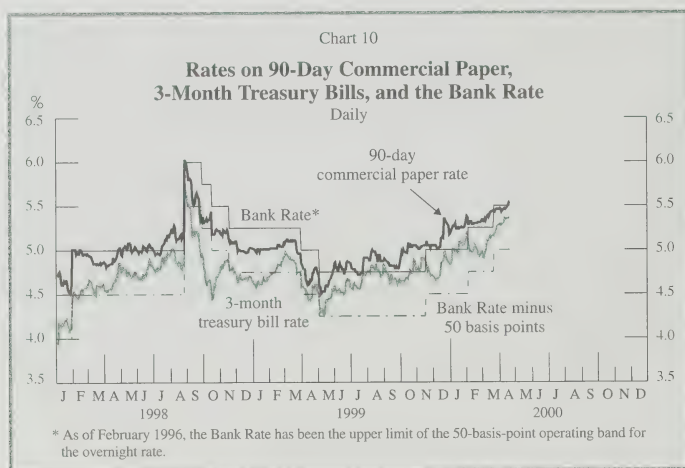
At the same time, several other indicators point to the rapid absorption of production capacity. Statistics Canada's measured rate of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector increased in the second half of 1999, reaching the peak level achieved during the latter part of the 1980s. In addition, the unemployment rate fell to a 24-year low of just under 7 per cent in early 2000, and reports of labour shortages have moved beyond the information technology sector to other occupations, including truck drivers and workers in the skilled manufacturing and construction trades.

On balance, the full range of indicators suggests that the Bank's conventional measure of capacity output has underestimated the amount of capacity in the Canadian economy. Therefore, the Bank's overall judgment is that, as of the end of 1999, the economy had not yet moved into excess demand, but that it was rapidly absorbing capacity.

3. ACHIEVING THE INFLATION-CONTROL TARGETS

The Bank raised short-term interest rates twice to keep trend inflation within the 1 to 3 per cent target range.

The Bank of Canada raised the Bank Rate by 25 basis points (Chart 10) on both 3 February and 22 March, increasing the Bank Rate to 5.5 per cent and the target for the overnight interest rate to 5.25 per cent. This action was taken to keep the future trend of inflation inside the Bank's 1 to 3 per cent inflation-control range, so that the Canadian economy could continue to expand in a sustainable way.



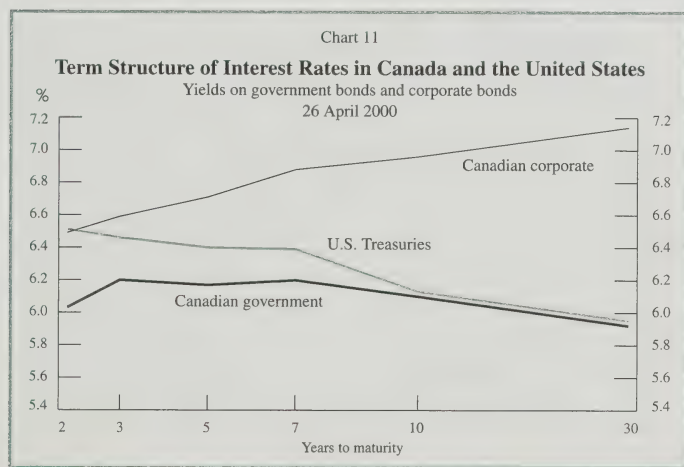
The Bank's actions took into account the implications for Canada of increases in the U.S. Federal Reserve's policy rates and of the strong demand pressures in the United States spilling over into Canada. In its policy announcement, the Federal Reserve underlined the risks of heightened inflation pressures in the United States in the foreseeable future as a result of unsustainably strong demand. Although cyclical conditions in Canada bear important similarities to those in the United States, there are some significant differences, and the Bank of Canada's target for the overnight rate remains 75 basis points below the U.S. target rate for federal funds.

Interest rate increases in both countries had been widely expected in financial markets. Indeed, it was thought that in the United States, monetary conditions would have been tightened somewhat earlier had it not been for the temporary provision of liquidity in anticipation of the year-2000 date change. In fact,

short-term market interest rates in Canada and the United States, having already risen in anticipation of the policy actions, were virtually unaffected by the rate announcements themselves.

The yield curve has flattened considerably over the past six months, as medium- and, especially, long-term interest rates have fallen (Chart 11). Decreases in government borrowing requirements have been an important reason for the decline in bond yields. Government bond markets in both Canada and the United States have been affected by actual and anticipated reductions in long-term government debt. This has resulted in thin markets, especially for the 30-year maturities, with occasional unusual price movements. The Government of Canada yield curve has developed a hump, with yields on maturities at 3 to 10 years above the 30-year yield. In the United States, the Treasury yield curve has inverted since November, and now has a negative slope. In contrast, the yield curve for Canadian corporate bonds, which has been less affected by unusual supply factors, and which is indicative of the cost of borrowing in the private sector, has a normal positive slope. Even so, the overall strength of the fixed-income markets is underpinned by a high degree of confidence in long-term price stability.

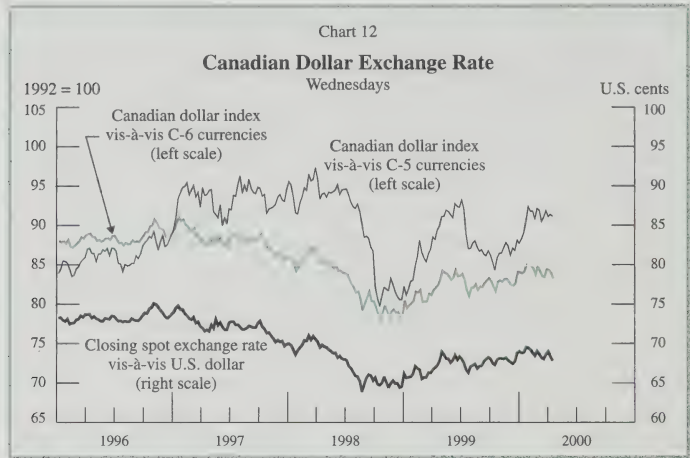
Long-term government bond yields fell because of technical factors.



Demand for Canadian dollar assets has been evident in the exchange market as well as in the bond market. This is reflected in the relative firmness of the trade-weighted value of the Canadian dollar since November (Chart 12). This firmness stems from the recovery in natural resource markets, an improvement in the current account of the balance of payments, and growing expectations

The trade-weighted value of the Canadian dollar has remained relatively firm, reflecting positive fundamentals.

of a sustained period of strong economic expansion. While the Canadian dollar has not strengthened vis-à-vis the buoyant U.S. dollar, it has risen sharply against overseas currencies.



Reflecting the rise in short-term market rates, the Bank's monetary conditions index increased from a range of -7.0 to -6.0 in the second half of 1999 to -5.5 to -5.0 recently (Chart 13).



4. THE OUTLOOK FOR INFLATION

In our analysis, the balance of forces continues to point to upward pressure on the core rate of inflation. However, several key uncertainties continue to surround this projection.

International background

The global economy has gained further momentum, with current growth rates in many parts of the world exceeding earlier expectations.² Emerging-market economies have contributed significantly to this stronger-than-expected growth, and prospects for this group are generally bright in 2000. The Asian economies that were at the centre of the 1997–98 financial crisis continue to solidify their recovery. Although growth in the Latin American economies other than Mexico was weak in 1999, it is expected to improve substantially this year.

Economic growth in both the euro area and the United Kingdom accelerated in the second half of 1999 to about 3.5 per cent. Although a slightly slower pace of expansion is expected through 2000, activity should remain solid. Headline inflation has risen in both areas, although higher energy prices (together with rising mortgage costs in the United Kingdom) appear to account for much of the recent increase. The European Central Bank (ECB) and the Bank of England have raised policy interest rates to counter the inflation risks from stronger demand and, in the case of the ECB, the decline in the external value of the euro.

The outlook remains far more uncertain for Japan, where weak final domestic demand led to a second consecutive quarterly decline in real GDP in the fourth quarter of 1999. More recent indicators suggest that, despite the yen's continued strength against other currencies, growth can be expected to improve in the first half of 2000, supported by the fiscal-stimulus package announced by the government last November. It is not yet clear, however, when a self-sustaining recovery based on private sector demand will take hold.

Prospects are good for continued recovery in emerging-market economies.

Solid output growth is expected in both the euro zone and the United Kingdom.

Stimulative fiscal policy should continue to help the Japanese economy.

2. The IMF, in its spring *World Economic Outlook*, anticipates global economic growth of 4.2 per cent in 2000 (following 3.3 per cent in 1999), 0.8 percentage points higher than projected in its previous *Outlook* (October 1999).

Although U.S. economic growth is expected to moderate...

There is some risk of an increase in core inflation.

Non-energy commodity prices should continue their recovery.

In the United States, growth in real GDP has continued to outstrip expectations, rising at an annual rate of over 7 per cent in the final quarter of 1999 and averaging 4.6 per cent through the year. This strong momentum has carried into the first part of 2000. (Preliminary data indicate first-quarter growth of 5.4 per cent.) Nevertheless, some slowing in the pace of expansion is expected over the course of this year and in 2001, as the growth of consumer expenditures weakens in response to low personal savings rates and to recent and prospective increases in interest rates. Volatility in the equity market may also dampen consumer optimism. U.S. core inflation (which excludes food and energy prices) has moved above 2 per cent. Strong productivity gains, however, have helped to contain overall cost and price pressures.

Despite this generally favourable performance, the high level of resource utilization and the rapid pace of aggregate demand growth in excess of the growth of potential output continue to pose a potential inflation risk. Consequently, U.S. monetary authorities have gradually raised official interest rates. While the expansion of the U.S. economy is expected to slow from the current unsustainable rates, it is uncertain how quickly this will occur. What seems clear, however, is the need for the pace of U.S. economic expansion to slow to rates close to, or below, growth in potential output.

Another imbalance in the U.S. economy, reflecting the unsustainably high levels and growth of demand relative to supply, is the large current account deficit. Some narrowing of the current account deficit can be expected as the U.S. economy slows and overseas economies continue to recover, but a significant reduction is unlikely without a depreciation of the U.S. dollar over the medium term.

Crude oil prices rose sharply through the first quarter of 2000. They then fell back following announced production increases by OPEC in April. Oil prices are expected to stabilize, or even drop slightly further, during the course of this year. In contrast, prices for non-energy commodities should continue to firm as a result of the vigorous growth in global demand.

Aggregate demand and supply in Canada

While U.S. economic growth is projected to slow this year from its recent torrid pace, it is still expected to remain relatively robust at around 4 per cent (fourth quarter over fourth quarter). This, together with the considerable strengthening of commodity prices and strong domestic demand, augurs well for vigorous economic growth in Canada this year. With economic activity in the United States at levels already high relative to capacity, the Bank expects the U.S. economy to slow further in 2001 to below potential growth (currently estimated by Bank staff to be about 3.25 per cent) in order to address the imbalances highlighted above. This projected profile for U.S. growth contributes importantly to a slowing of the Canadian economy in 2001.

The expected deceleration of the U.S. economy, in addition to reduced stimulus from the earlier depreciation of the Canadian dollar, should begin to ease export growth some time this year. Stronger activity in many of Canada's other trading partners and higher commodity prices should offset this effect somewhat. Import growth is also expected to moderate this year, as domestic demand for import-intensive goods slows.

Further gains in employment, federal pay-equity settlements, and reductions in personal income taxes are expected to support a high level of consumer confidence and strong growth in household spending. Recent equity market volatility, however, may add an element of caution to consumer spending plans.

After a strong advance in 1999 that was partly driven by concerns about year-2000 readiness, business investment is expected to remain at high levels this year, given expectations of solid growth in external and domestic demand and substantial cash flows from commodity production. Moreover, investment could continue to advance rapidly since resources that were devoted to dealing with year-2000 concerns can now be redirected towards adding to capacity.

The February 2000 federal budgetary expenditures are slightly more expansionary than the fiscal outlook presented in the November 1999 *Economic and Fiscal Update*. The additional spending is expected to be spread out over 2000 and 2001.

The latest consensus among private sector forecasters for real GDP growth (on an average annual basis) has been revised upwards considerably—to 4.1 per cent for 2000, from 2.9 per cent at the time of the November *Report*. For 2001, the latest consensus forecast calls for real GDP growth of 3.1 per cent.

Canadian export growth should ease this year, as should import growth

Growth in household spending should remain robust . . .

. . . and business investment is expected to remain at high levels.

Output growth of about 4 to 4.5 per cent is expected in 2000...

...but it will need to slow to close to potential in 2001

Taking into account the upward revision to growth in 1999 as well as recent data, the Bank projects output growth in Canada in 2000 of about 4 to 4.5 per cent.³ This projection, together with a growth in potential output, based on the Bank's conventional estimate, in a range of 2.5 to 3.0 per cent, implies the likely emergence of excess demand pressures in the Canadian economy in 2000. Thus, to avoid a buildup of inflationary pressures, economic growth will need to slow to a rate close to that of potential output in 2001. Such an outcome would entail a combination of a slowdown in the U.S. economy and some moderation in domestic spending growth in Canada.

In projecting demand pressures in 2001, the Bank must consider not only the issue of the current *level* of potential output, but also the uncertainty regarding the *growth rate* of capacity output going forward. The increased intensity of private and public sector restructuring in the 1990s, the recent high levels of investment in machinery and equipment, and the potential for the marked acceleration in U.S. labour productivity to spill over into Canada, all suggest a possible rise in the future rate of productivity growth in Canada. However, the size and timing of any such increase is even more uncertain than estimates of the current level of capacity (Technical Box 2). The Bank will therefore be carefully monitoring all possible indicators of capacity and the degree of pressure on capacity to see whether there is evidence of a higher growth of potential output. But until such evidence is available, the Bank will be taking a prudent approach to projecting potential output.

3. In the Bank's February *Update*, real GDP growth this year was expected to be near the top of the 2.75 to 3.75 per cent range projected in the November *Report*.

Technical Box 2

Productivity in Canada and the U.S. Experience

Since 1995, annual growth in real activity in the United States has averaged about 4 per cent, while inflation has remained low. Observers have noted that this exceptional performance was accompanied by a rebound in the growth of labour productivity, which has helped to restrain costs. Over this period, output per hour in the business sector rose by about 2.5 per cent per year, almost twice the rate registered over the preceding 20 years. In contrast, the average annual rate of growth in output per hour in Canada's business sector has been slightly less than 1 per cent since 1995—little changed since the mid-1970s.

One explanation for this recent difference in productivity performance is that economic activity in the United States has been operating near capacity for considerably longer than it has here in Canada, and this has led to stronger investment in machinery and equipment in the United States. A second explanation is that innovations in information technology are being introduced more quickly in the United States than here. A third explanation is that much of the higher productivity growth in the United States has been concentrated in the high-technology electrical and electronic products and industrial machinery industries, and these particular industries account for a considerably larger share of aggregate output in the United States than in Canada. Finally, the recent treatment of all software purchases as investment in U.S. GDP (but not in the Canadian data) accounts for some of the difference in productivity growth between the two countries.¹

There is, nonetheless, room for optimism that productivity and hence output growth in Canada will increase. As the benefits of advances in information technology in U.S. industry diffuse to other industrial countries, Canadian firms should share in the widespread efficiency gains associated with the exploitation of these new technologies. The likelihood of a rise in productivity growth in Canada is increased by the strong gains in business investment in machinery and equipment in recent years, since new equipment tends to incorporate technological advances. In addition, with labour and product markets tightening, the return in terms of higher productivity from the private and public sector restructuring undertaken in the past decade may become more evident.²

However, the size and timing of a rise in productivity growth in Canada are highly uncertain. Given the usual volatility in aggregate productivity statistics, it may be several years before it can be said with some confidence that there has been a rise in the trend rate of productivity growth in Canada. In the meantime, the Bank will monitor the behaviour of inflation and other indicators to gauge the degree of pressure on capacity.

Growth of Output per Person-Hour: Non-Farm Business Sector
(Average annual percentage change)

	1961-73	1973-88	1988-95	1995-99
Canada	3.13	1.12	0.92	0.77
United States	2.99	1.42	1.40	2.61

Source: Statistics Canada, U.S. Bureau of Labor Statistics

1. Various price-measurement problems could affect the calculation of productivity growth, especially in a number of service industries (Maclean 1996). It is not, however, at all clear whether these measurement problems are more severe in Canada than in the United States.

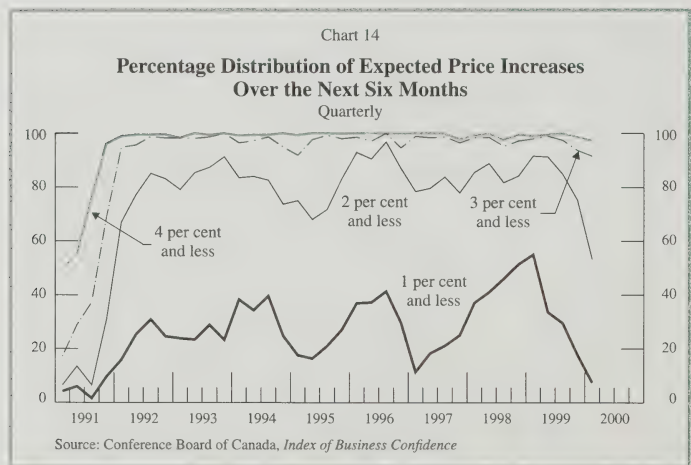
2. See Kuszczak and Dion (1997-1998).

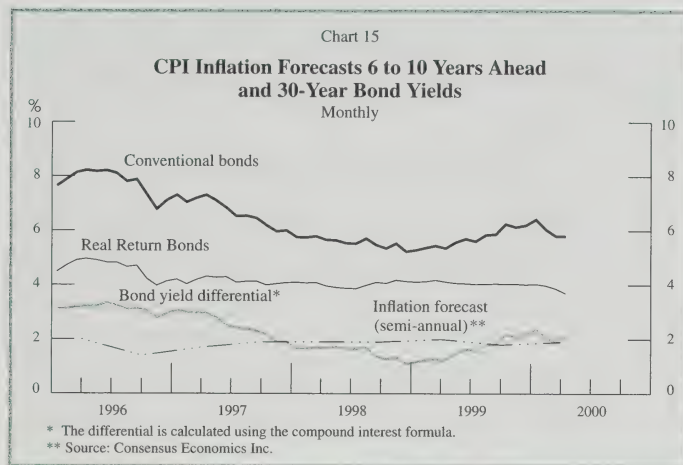
Measures of inflation expectations

Longer-term inflation expectations are near the midpoint of the target range.

In the regular survey reported in the Conference Board's spring *Index of Business Confidence*, 53 per cent of respondents reported that they expect prices, in general, will increase over the next six months at a rate of 2 per cent or less, and 92 per cent expected a rate of 3 per cent or less (Chart 14). The proportion of respondents expecting 2 per cent or less is down considerably from last autumn, likely reflecting the recent impact of higher world oil prices on the total CPI. As well, some 92 per cent of the firms surveyed in March by the Bank of Canada's regional representatives expect CPI inflation to remain in the 1 to 3 per cent range this year. The average private sector forecast for the rate of increase in the total CPI is 2.3 per cent in 2000 (up from 2.0 per cent last autumn) and 2.1 per cent for 2001. These upward revisions largely reflect higher energy prices. Typical forecasts of longer-term inflation are between 1.7 and 1.9 per cent, depending on the horizon (Chart 15).

Over the past half-year, the yield differential between conventional bonds and Real Return Bonds has tended to vary with the fluctuations in nominal yields but has remained near 2 per cent (with the yield on Real Return Bonds being relatively stable). For various reasons, it cannot be inferred that long-term inflation expectations are exactly at this level, but, nevertheless, it is reassuring that the differential has stabilized near the centre of the inflation-control target range.





Other factors affecting inflation

The first-quarter run-up in crude oil prices (which was partially reversed in April) is not expected to significantly affect the core CPI. To date, only air fares have reacted to the rise in energy prices, but we may still see some evidence of pass-through in other components of core inflation (see Technical Box 1). The size of these first-round effects will depend on how long high oil prices persist as well as on overall market conditions in the economy.

Wage increases will likely stabilize at around 3 per cent this year, consistent with the expectations reported by a number of national compensation surveys. With the strong investment in machinery and equipment experienced through 1999 and increasingly tight labour markets, productivity growth is expected to rise in 2000. As a result, unit labour costs should continue to rise only modestly (excluding the one-time effect of the federal pay-equity settlements on labour income).

The appreciation of the Canadian dollar since the beginning of 1999 should help to restrain inflation during 2000.

Higher energy prices are not expected to significantly affect core inflation.

The appreciation of the Canadian dollar since early 1999 should help to restrain inflation.

Other indicators of inflation pressures

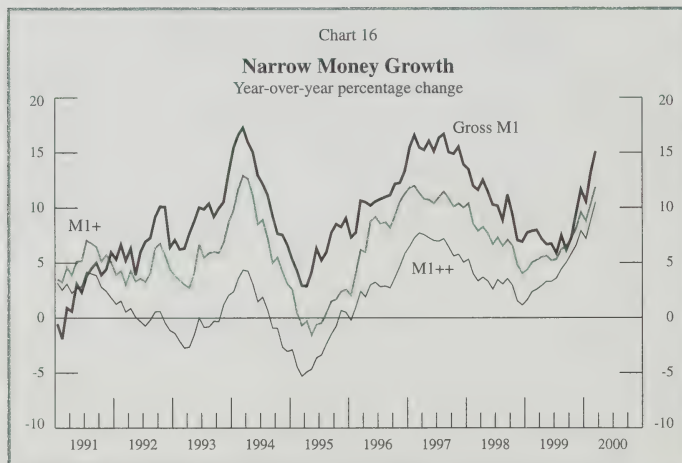
With record sales, the year-over-year rise in prices for existing housing (based on the Royal LePage index) gained momentum during 1999, reaching 6.1 per cent in the fourth quarter. The year-over-year increase in new home prices, while still moderate at

2.1 per cent in February, has also picked up significantly since last autumn as a result of higher costs for construction materials. These indicators, as well as the declining apartment vacancy rate, suggest that some tightness is emerging in the housing market.

Monetary and credit indicators

Narrow money growth has accelerated, indicating a robust economy...

The growth of the narrow monetary aggregates has accelerated since November (Chart 16).⁴ This robust expansion would indicate a buoyant trend in total spending, since these aggregates have been good indicators of real GDP (Chart 17). Their recent growth would suggest increases in real GDP at a 4 to 5 per cent rate in the first half of 2000. This estimate is based on the view that part of the recent increase in investment dealer accounts, which has boosted narrow money growth, will not translate into stronger real GDP growth.

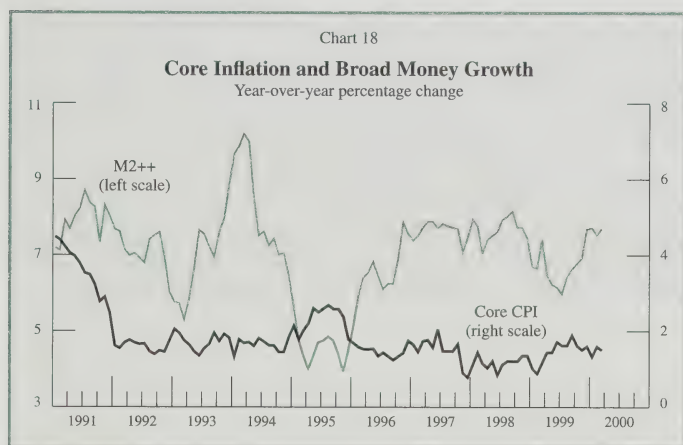
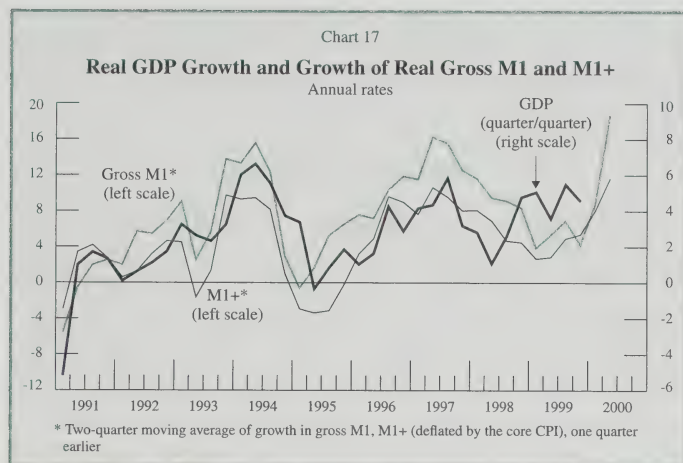


... and the possibility of inflation pressures.

Although narrow money is not expected to continue growing at its recent rapid pace, the current surge in money growth raises the possibility that core inflation might move into the upper half of the Bank's target range next year.

Another indicator of the trend of inflation is the very broad aggregate M2++. Despite some acceleration in the second half of 1999, this aggregate has remained on a fairly steady growth path over the past several years, one that is historically in line with

4. For more information on 1999 developments in monetary aggregates, see the article by Joseph Atta-Mensah in the spring 2000 issue of the *Bank of Canada Review*.



inflation remaining in the 1 to 3 per cent range (Chart 18). For example, during the 1990s, broad money often grew at similar, or even higher, rates with no inflationary consequences.

Household and business credit exhibit contrasting patterns. The growth of household credit has expanded steadily at a rate of 6 to 7 per cent for some years. On the other hand, growth in business borrowing declined in 1998 and 1999—from a double-digit rate to about 5 per cent. Although investment outlays are strong, businesses have ample funding from retained earnings and, hence, there is no strong demand for external financing.

Household credit is expanding steadily, while businesses currently have no significant demand for external financing.

The behaviour of money and credit aggregates thus suggests an ample supply of liquidity which, for the time being, may still be appropriate, but which must be carefully assessed in the period ahead.

Inflation projection

Overall, two fundamental factors are expected to put upward pressure on core inflation over the next 18 months. First, longer-term inflation expectations are close to 2 per cent—about 0.5 per cent above the current level of core inflation. Second, with output growth projected to be about 4 to 4.5 per cent in 2000, capacity pressures in product and labour markets are expected to emerge. Mitigating these upward pressures on the core CPI will be the pass-through effects from the recent appreciation of the Canadian dollar to lower import prices and the modest expected increases in unit labour costs.

On balance, with some demand pressures emerging this year, the Bank sees core inflation rising gradually towards the midpoint of the inflation-control range. As noted previously, for the core rate of inflation to remain close to the midpoint in 2001, some deceleration in the growth of overall aggregate demand in Canada relative to production potential will be required.

The rate of increase in the total CPI is expected to move down towards core inflation, but how quickly this happens will depend importantly on movements in crude oil prices. If crude oil prices remain near \$US25, the increase in the CPI should start to move towards the core rate during the second quarter of this year.

2000 core inflation is expected to decline towards the rate of core inflation.

5. CONCLUSIONS

During the past six months, the Canadian economy outperformed expectations. Aggregate demand, output, and employment grew more rapidly than expected, while core inflation remained low, below projected levels. This combination of developments has led the Bank to conclude that at the end of 1999 the productive capacity of the Canadian economy was higher than conventional estimation techniques had been suggesting and that the economy was not yet in excess demand.

At the same time, however, the robust pace of expansion through the second half of 1999 and into 2000 was rapidly absorbing productive capacity, and some early signs of pressures on capacity limits had begun to emerge.

Given this strong momentum of demand, the Bank has raised its projection of economic growth this year to a range of 4 to 4.5 per cent. At this pace, capacity pressures will intensify. This, in turn, is expected to raise the core rate of inflation to close to the midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent inflation-control target range. For the core inflation rate to remain steady near 2 per cent during 2001, some deceleration in the overall pace of economic expansion in Canada or a more rapid expansion of productivity and of production capacity would be required.

The main risks to this outcome are the possibility of stronger-than-expected momentum of aggregate demand from both U.S. and domestic sources as well as the possibility of a potential increase in inflation pressures in the United States. While capacity output in Canada may be higher than expected over this projection period, the Bank is inclined to take a cautious approach to projecting a permanently higher rate of potential growth.

The challenge for monetary policy will be to carefully assess the balance between aggregate demand and supply in these circumstances of strong growth and high levels of activity, and to adjust monetary conditions in a timely manner in order to preserve the low trend of inflation that has been benefiting the Canadian economy.

*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada.
Gordon Thomson, Malcolm Kergin, Charles Trosman, Paul Lyndon,
Tim Noël, Sheila Kennedy, and Pierre Gignoux*

BIBLIOGRAPHY

- Atta-Mensah, J. 2000. "Recent Developments in the Monetary Aggregates and Their Implications." *Bank of Canada Review* (Spring): 3-10.
- Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3-21.
- _____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3-23.
- _____. 1993-1994. "Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on monetary policy objectives." *Bank of Canada Review* (Winter): 85-86.
- _____. 1998. "Inflation-control targets extended." Press Release (24 February). *Bank of Canada Review* (Spring): 85-87.
- _____. 1999-2000. "Recent Developments: An Update to the Monetary Policy Report." *Bank of Canada Review* (Winter): 3-15.
- Canada. Department of Finance. 1999. *The Economic and Fiscal Update* (2 November).
- Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa: Public Works and Government Services Canada.
- Conference Board of Canada. 1999. *Compensation Planning Outlook 2000*.
- _____. 2000. *Index of Business Confidence* (Spring).
- _____. 2000. *Index of Consumer Attitudes* (Spring).
- Consensus Economics Inc. 1991-2000. *Consensus Forecasts*. Various issues.
- International Monetary Fund. 2000. *World Economic Outlook*. Washington D.C. (Forthcoming in May).
- Kuszczyk, J. and R. Dion. 1997-1998. "Potential output growth: Some long-term projections." *Bank of Canada Review* (Winter): 43-59.
- Maclean, D. 1996. "Productivity growth in the commercial service sector." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3-18.

BIBLIOGRAPHIE

- Atta-Mensah, J. (2000). « L'évolution récente des agrégats monétaires et son incidence », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 3-11.
- Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 3-21.
- _____. (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-23.
- _____. (1993-1994). « Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 85-86.
- _____. (1998). « Prolongation de l'application des cibles de maîtrise de l'inflation », communiqué diffusé le 24 février et reproduit dans la *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 85-87.
- _____. (1999-2000). « L'évolution récente : une mise à jour de l'analyse présentée dans le Rapport sur la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 3-16.
- Canada, ministère des Finances (1999). *Mise à jour économique et financière*, 2 novembre.
- Canada, Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.
- Conference Board du Canada (1999). *Compensation Planning Outlook 2000*.
- _____. (2000). *Indice de confiance des entreprises*, printemps.
- _____. (2000). *Indice des attitudes des consommateurs*, printemps.
- Consensus Economics Inc. (1991-2000). *Consensus Forecasts*, divers numéros.
- Fonds monétaire international (2000). *Perspectives de l'économie mondiale*, Washington (D. C.), à paraître en mai.
- Kuszcza, J. et R. Dion (1997-1998). « Quelques projections à long terme concernant la croissance de la production potentielle », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 43-59.
- Maclean, D. (1996). « La croissance de la productivité dans le secteur des services commerciaux », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 3-18.

5. CONCLUSIONS

Au cours des six derniers mois, la tenue de l'économie canadienne a dépassé les attentes. La croissance de la demande globale, de la production et de l'emploi a été plus rapide que prévu, alors que l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée faible, s'établissant en deçà des niveaux projetés. Cette combinaison de facteurs a amené la Banque à conclure, d'une part, que la capacité de production de l'économie canadienne était supérieure à la fin de 1999 et ce que laissaient supposer les estimations obtenues à l'aide des techniques usuelles et, d'autre part, que l'économie n'affichait pas encore de demande excédentaire.

Il n'en demeure pas moins que le rythme robuste de l'expansion pendant le deuxième semestre de 1999 et au début de 2000 a donné lieu à une absorption rapide des capacités inutilisées au sein de l'économie et que des signes de pressions sur l'appareil de production ont commencé à se manifester.

Compte tenu du dynamisme de la demande, la Banque a révisé à la hausse ses prévisions relatives au taux de croissance et s'attend maintenant à ce que celui-ci se situe à l'intérieur d'une plage de 4 à 4,5 % en 2000. Un tel essor entraînerait une intensification des pressions sur la capacité de l'économie, qui devrait à son tour faire monter l'inflation mesurée par l'indice de référence près du point médian de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque. Pour que l'inflation mesurée par cet indice demeure stable et se maintienne aux alentours de 2 % en 2001, le rythme global de l'expansion économique au Canada devra se ralentir ou alors la croissance de la productivité et de la capacité de production, s'accélérer.

Les principaux risques qui pèsent sur ces prévisions sont la possibilité que la demande globale de biens et services canadiens soit plus vigoureuse que prévu tant aux États-Unis qu'au pays et celle que les pressions inflationnistes s'accroissent chez notre voisin du sud. Il se peut que la capacité de production de l'économie canadienne soit supérieure aux projections de la Banque, mais celle-ci hésite à tabler sur un taux de croissance durablement plus élevé de la production potentielle.

Le défi qui se posera aux autorités monétaires sera d'évaluer avec soin où se situe l'équilibre entre l'offre et la demande globales dans ce contexte de forte croissance et de niveaux élevés d'activité et de modifier en temps opportun les conditions monétaires de façon à ce que la tendance de l'inflation se maintienne au bas niveau qui s'est avéré bénéfique à l'économie canadienne.

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Gordon Thiessen, Malcolm Knight, Charles Freedman, Paul Jenkins, Tim Noël, Sheryl Kennedy et Pierre Duguay.

On s'attend à ce que
l'inflation mesurée par
l'IPC global diminue pour
se rapprocher de celle
mesurée par l'indice de
référence.

On prévoit que le taux d'augmentation de l'IPC global descendra près de celui de l'indice de référence, mais la vitesse à laquelle cela se fera dépendra en grande partie de l'évolution des cours du pétrole brut. Si ces derniers continuent d'avoir 25 \$ E.-U., le taux d'accroissement de l'IPC devrait commencer à se rapprocher de celui de l'indice de référence durant le deuxième trimestre de l'année.

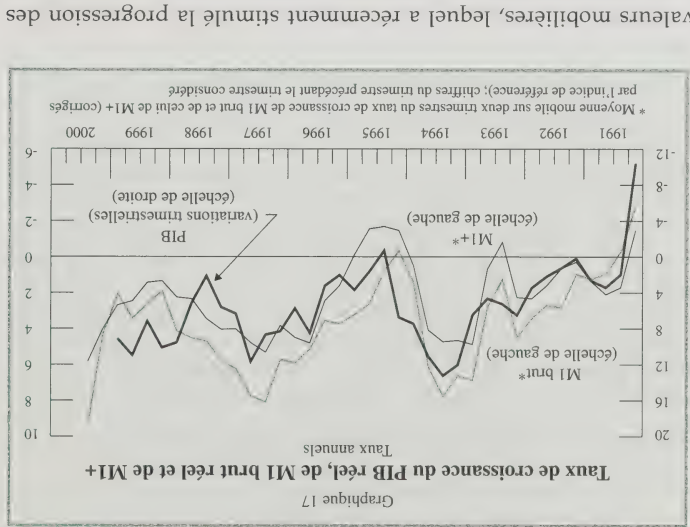
En définitive, étant donné que certaines pressions commenceront à se manifester cette année du côté de la demande, la Banque estime que l'inflation mesurée par l'indice de référence augmentera graduellement pour se rapprocher du point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. Comme il a déjà été mentionné, pour que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeure près du point médian en 2001, une certaine décélération de la croissance de la demande globale au Canada par rapport à celle de la production potentielle sera nécessaire.

Dans l'ensemble, on s'attend à ce que deux facteurs fondamentaux poussent à la hausse l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours des dix-huit prochains mois. D'une part, le taux d'inflation attendu à long terme est de près de 2 %, soit environ 0,5 % au-dessus du niveau actuel de l'inflation mesurée par cet indice. D'autre part, comme la croissance de la production devrait s'établir entre 4 et 4,5 % en 2000, on prévoit qu'une demande excédentaire commencera à exercer des pressions sur le marché des biens et sur celui du travail. Toutefois, les facteurs susceptibles de faire augmenter l'indice de référence seront atténués par l'appréciation récente du dollar canadien, qui a une influence à la baisse sur les prix des importations, et par le niveau modeste des hausses prévues des coûts unitaires de main-d'œuvre.

Les prévisions relatives à l'inflation

Le comportement des agrégats de la monnaie et du crédit laisse donc supposer une offre abondante de liquidités qui, pour le moment, peut s'avérer appropriée, mais qu'il faudra suivre de très près dans la période à venir.





valeurs mobilières, lequel a récemment stimulé la progression des agrégats monétaires au sens étroit, ne se traduira pas par une croissance plus vigoureuse du PIB réel.

Bien que l'on ne s'attende pas à ce que l'expansion de la monnaie au sens étroit se poursuive à un rythme aussi rapide que celui qu'elle affichait récemment, l'accélération actuelle de l'expansion monétaire laisse croire que l'inflation mesurée par l'indice de référence pourrait se situer l'an prochain dans la moitié supérieure de la fourchette visée par la Banque.

Un autre indicateur de la tendance de l'inflation est l'agrégat au sens très large M2+. Même si elle s'est accélérée quelque peu au second semestre de 1999, la croissance de cet agrégat suit, depuis plusieurs années un sentier d'évolution relativement stable, qui, sur la foi des relations observées dans le passé, cadre avec le maintien de l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible de 1 à 3 % (Graphique 18). Ainsi, pendant les années 1990, la monnaie au sens large a souvent cru à des taux similaires ou même supérieurs aux taux actuels sans que cela n'engendre de répercussions inflationnistes.

Les crédits accordés aux ménages et aux entreprises ont affiché des profils divergents. Depuis quelques années, les crédits aux ménages connaissent une expansion soutenue se situant aux alentours de 6 à 7 %. À l'inverse, la croissance du financement octroyé aux entreprises a accusé un recul en 1998 et en 1999, passant de plus de 10 % à environ 5 %. Bien que le volume des investissements soit élevé, les entreprises disposent d'un financement important qui provient de leurs bénéfices non répartis, ce qui explique la faible demande de financement externe.

Les crédits aux ménages connaissent une expansion soutenue, tandis que les entreprises n'ont pas pour le moment de gros besoins de financement externe.

et de l'apparition possible de pressions inflationnistes.

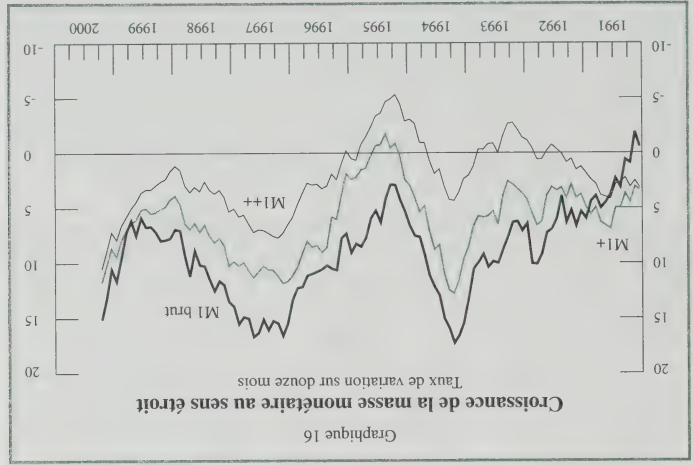
L'appréciation qu'a enregistrée le dollar canadien depuis le début de 1999 devrait contribuer à contenir l'inflation en 2000.

Les autres indicateurs des pressions inflationnistes

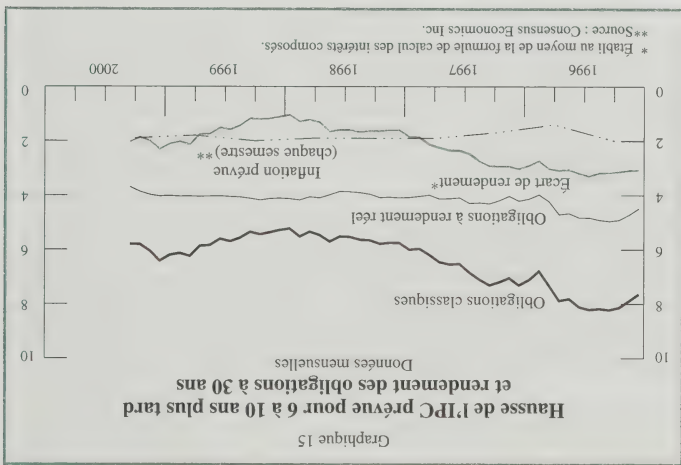
Grâce à des ventes records, la hausse sur douze mois du prix de revente des maisons existantes (selon l'indice de Royal LePage) s'est accélérée en 1999, atteignant 6,1 % au quatrième trimestre. Bien qu'encore modérée au mois de février, à 2,1 %, l'augmentation sur douze mois du prix des maisons neuves s'est aussi nettement raffermie depuis l'automne dernier par suite de l'accroissement du coût des matériaux de construction. L'évolution de ces indicateurs ainsi que la baisse du taux d'occupation des appartements témoignent de l'apparition de tensions sur le marché du logement.

Les indicateurs de la monnaie et du crédit

La croissance des agrégats monétaires au sens étroit s'est accélérée depuis novembre (Graphique 16)⁴. Ces agrégats s'étant avérés par le passé des indicateurs fiables de l'évolution du PIB réel, la hausse de la dépense globale (Graphique 17). Ainsi, leur progression récente donne à penser que le PIB réel augmentera à un rythme de 4 à 5 % pendant le premier semestre de 2000. Cette estimation s'appuie sur l'opinion selon laquelle une partie de l'accroissement des dépôts détenus chez les courtiers en



4. Pour de plus amples renseignements sur l'évolution des agrégats monétaires en 1999, voir l'article de Joseph Atta-Mensah dans la livraison du printemps 2000 de la Revue de la Banque du Canada.



mais il est resté proche de 2 %, les taux des obligations à rendement réel ayant été relativement stables. Pour diverses raisons, on ne peut en déduire que le taux d'inflation attendu à long terme se situe exactement à ce niveau, mais il est tout de même rassurant de constater que l'écart s'est stabilisé près du point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

La flambée des cours du pétrole brut qui s'est produite au premier trimestre — et qui s'est partiellement résorbée en avril — ne devrait pas avoir d'incidence prononcée sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Jusqu'à présent, seuls les tarifs aériens ont été touchés par la hausse des prix de l'énergie, mais il est encore possible que celle-ci se répercute sur d'autres composantes de l'indice de référence (voir Note technique 1). L'importance des effets de première vague sur le niveau des prix dépendra de la persistance du renchérissement du pétrole ainsi que des conditions globales régissant sur les marchés.

Les augmentations salariales devraient probablement se stabiliser autour de 3 % en 2000, opinion confortée par les résultats d'un certain nombre d'enquêtes sur la rémunération qui ont été menées à l'échelle nationale. On s'attend à ce que le taux de croissance de la productivité augmente cette année, compte tenu de la vigueur des investissements en machines et matériel qui ont été effectués en 1999 et de la montée des tensions sur le marché du travail. Par conséquent, les coûts unitaires de main-d'œuvre ne devraient à nouveau progresser que légèrement (si l'on fait abstraction de l'effet ponctuel sur le revenu du travail des paiements du gouvernement fédéral résultant du règlement sur la parité salariale).

La hausse des prix de l'énergie ne devrait pas avoir d'incidence marquée sur l'inflation mesurée par l'indice de référence.

Note technique 2

L'évolution de la productivité au Canada et aux États-Unis

Depuis 1995, l'activité aux États-Unis a progressé en moyenne d'environ 4 % par année en termes réels, et l'inflation s'y est maintenue à de bas niveaux. Les observations ont fait remarquer que cette tenue exceptionnelle s'est accompagnée d'un essor de la productivité du travail qui a contribué à limiter les coûts. Durant cette période, la production horaire des entreprises s'est accrue d'environ 2,5 % l'an, soit près du double du taux enregistré durant les vingt années antérieures. Au Canada par contre, la production horaire de ce secteur n'a cru que d'un peu moins de 1 % l'an en moyenne depuis 1995, soit à peu près au même rythme que depuis le milieu des années 1970.

L'écart qui s'est créé récemment entre ces deux pays au chapitre de la tenue de la productivité peut s'expliquer de plusieurs façons. Premièrement, l'économie tourne près des limites de sa capacité depuis bien plus longtemps aux États-Unis qu'au Canada, ce qui s'est traduit par de plus forts investissements en machines et matériel. Deuxièmement, les innovations dans le domaine des technologies de l'information sont mises en œuvre plus rapidement aux États-Unis qu'au Canada. Troisièmement, l'accélération de la croissance de la productivité chez nos voisins du sud s'est concentrée dans les industries de pointe que sont les produits électriques et électroniques et les machines industrielles, lesquelles sont à l'origine d'une part beaucoup plus importante de la production globale américaine que canadienne. Enfin, le classement récent de tous les achats de logiciels parmi les investissements aux fins du calcul du PIB aux États-Unis (mais non au Canada) explique une partie de l'écart de croissance de la productivité entre les deux pays.

Cependant, il y a tout lieu d'espérer que l'accroissement de la productivité et donc de la production va s'accélérer au Canada. À mesure que les progrès réalisés aux États-Unis dans le domaine des technologies de l'information gagneront les autres pays industriels, les entreprises canadiennes pourront tirer parti de la généralisation des gains d'efficacité liés à l'exploitation de ces nouvelles technologies. Une hausse de la croissance de la productivité au pays est d'autant plus probable que les entreprises ont beaucoup accru leurs investissements en machines et matériel ces dernières années et que les progrès techniques récents sont généralement intégrés aux nouveaux équipements. En outre, à la faveur du resserrement des marchés du travail et des produits, les gains de productivité découlant de la restructuration entreprise dans les secteurs privé et public durant les années 1990 pourraient devenir plus manifestes.

Il reste que l'ampleur de l'accélération que devrait connaître l'accroissement de la productivité au Canada et le moment où celle-ci se produira sont très incertains. Étant donné la volatilité propre aux statistiques globales de la productivité, il pourrait s'écouler plusieurs années avant que l'on puisse affirmer avec certitude que le taux tendanciel de croissance de la productivité a augmenté au pays. Entre-temps la Banque surveillera l'évolution de l'inflation et d'autres indicateurs afin d'évaluer l'intensité des pressions qui s'exercent sur les capacités de production.

Croissance de la production par heure-personne dans le secteur des entreprises non agricoles (taux annuel moyen de variation)

	1961-1973	1973-1988	1988-1995	1995-1999
Canada	3,13	1,12	0,92	0,77
États-Unis	2,99	1,42	1,40	2,61

Sources : Statistique Canada et U.S. Bureau of Labor Statistics

1. Le calcul de la progression de la productivité pourrait soulever divers problèmes de mesure des prix, en particulier dans un certain nombre de branches du secteur des services (Maclean, 1996). Cependant, rien n'indique que ces problèmes tirent davantage à conséquence au Canada qu'aux États-Unis.

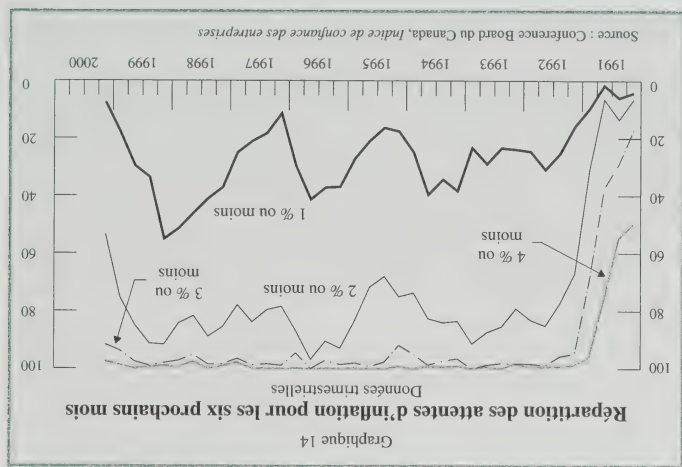
2. Voir Kuszczak et Dion (1997-1998).

d'une hausse du taux de croissance de la production potentielle. Jusqu'à ce que de tels signes soient manifestes, la Banque fera preuve de prudence dans l'établissement de ses projections.

La mesure des attentes relatives à l'inflation

Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board sur la confiance des entreprises canadiennes qui ont été publiés ce printemps révèlent que 53 % des répondants s'attendaient à ce que les prix augmentent en général au cours des six mois suivants à un rythme de 2 % ou moins, et 92 % à un rythme de 3 % ou moins (Graphique 14). Le pourcentage des répondants qui anticipaient un taux de 2 % ou moins est en forte baisse par rapport à l'automne dernier, ce qui s'explique vraisemblablement par l'incidence récente sur l'IPC global de l'envoie des cours mondiaux du pétrole. De même, environ 92 % des entreprises sondées en mars dernier par les représentants régionaux de la Banque estimaient que l'inflation mesurée par cet indice allait demeurer cette année dans la fourchette de 1 à 3 % visée. Selon les prévisions du secteur privé, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir en moyenne à 2,3 % en 2000 (au lieu des 2,0 % avancées à l'automne) et à 2,1 % en 2001. Ces révisions à la hausse tiennent largement à la montée des prix de l'énergie. Les taux d'inflation prévus à plus long terme varient généralement entre 1,7 et 1,9 %, selon l'horizon considéré (Graphique 15).

Au cours des six derniers mois, l'écart de rendement entre les obligations classiques et les obligations à rendement réel a eu tendance à varier au gré des fluctuations des rendements nominaux,



L'inflation attendue à long terme se situe près du point médian de la fourchette cible.

Le budget fédéral déposé en février 2000 est un peu plus expansionniste que ce que donnaient à entendre les perspectives en matière de finances publiques présentées en novembre dernier dans la *Mise à jour économique et financière* de 1999. Les dépenses supplémentaires annoncées devraient être réparties sur 2000 et 2001.

Les plus récentes prévisions du secteur privé concernant la croissance du PIB réel (en moyenne annuelle) ont été sensiblement révisées à la hausse; elles s'établissent à l'heure actuelle à 4,1 % pour 2000, au lieu des 2,9 % projetés au moment de la parution du *Rapport* de novembre. Pour 2001, les prévisionnistes tablent maintenant sur une progression du PIB réel de 3,1 %.

En tenant compte de la révision à la hausse du rythme de l'expansion économique enregistrée en 1999 ainsi que des données les plus récentes, la Banque prévoit que l'avance de la production au Canada atteindra de 4 à 4,5 % environ en 2000³. Ce pronostic, conjugué aux estimations de la croissance de la production potentielle qui s'établissent entre 2,5 et 3,0 % cette année, selon la mesure usuelle de la Banque, implique que des pressions émanant d'une demande excédentaire pourraient fort bien commencer à se faire sentir au Canada au cours de l'année. Si l'on veut prévenir une intensification des pressions inflationnistes, il faudra que la croissance de l'économie ralentisse pour se rapprocher de celle de la production potentielle en 2001. Cela suppose une décélération de l'expansion économique aux États-Unis combinée à un tasse-

ment de la progression de la demande intérieure au Canada.

Au moment d'établir ses projections au sujet des pressions qu'exercera la demande en 2001, la Banque doit tenir compte non seulement de l'incertitude entourant le *niveau* actuel de la production mais aussi de celle concernant le *taux de croissance* futur des capacités de production. L'ampleur des restructurations qui ont été opérées dans les secteurs privé et public au cours des années 1990, les hauts niveaux d'investissement en machines et matériel observés récemment et la possibilité que l'accélération marquée de la productivité du travail aux États-Unis gagne le Canada donnent tous à penser que le taux de croissance de la productivité canadienne pourrait augmenter dans l'avenir. Il est toutefois plus difficile encore de prédire l'importance de cet accroissement et le moment où il se produira que d'évaluer le niveau actuel des capacités de production (Note technique 2). Par conséquent, la Banque suivra de près tous les indicateurs pouvant renseigner sur les capacités de production et sur le degré de pression s'exerçant sur celles-ci pour repérer les signes attestant

3. Dans sa mise à jour de février, la Banque estimait que la progression du PIB réel avoisinerait cette année la limite supérieure de la plage de 2,75 à 3,75 qu'elle projetait dans la livraison de novembre du *Rapport*.

L'avance de la production devrait être de l'ordre de 4 à 4,5 % en 2000...
... puis elle devra ralentir pour se rapprocher de la croissance de la production potentielle en 2001.

La demande et l'offre globales au Canada

Même si on s'attend à ce que l'expansion de l'économie améri-
caine ralentisse en 2000 par rapport au rythme effréné qu'elle affi-
chait récemment, on croit tout de même qu'elle demeurera plutôt
robuste et s'établira aux alentours de 4 % (d'un quatrième trimestre
à l'autre). Ces prévisions, conjuguées au redressement considérable
des prix des produits de base et au dynamisme de la demande
intérieure, donnent à penser que la croissance de l'activité au
Canada sera vigoureuse cette année. Étant donné que le niveau de
l'activité aux États-Unis est déjà élevé par rapport à la capacité de
production de ce pays, la Banque prévoit, pour 2001, que le taux
de croissance de l'économie américaine diminuera encore pour
descendre sous celui de la production potentielle (qui serait
d'environ 3,25 % selon les estimations actuelles de la Banque), ce
qui aiderait à remédier dans une certaine mesure aux déséqui-
libres mentionnés précédemment. Ce scénario contribuerait aussi
grandement à ralentir la croissance de l'économie canadienne.

La baisse de régime attendue aux États-Unis, conjuguée à
l'affaiblissement de l'impulsion fournie par la dépréciation anté-
rieure du dollar canadien, devrait commencer à modérer l'avance
des exportations canadiennes dans le courant de l'année. Mais le
régain d'activité observé chez bon nombre des autres partenaires
duits de base devraient tempérer quelque peu ce repli. La crois-
sance des importations devrait aussi marquer le pas cette année,
en réponse à un tassement de celle de la demande de biens à
teneur élevée en importations.

De nouveaux gains au chapitre de l'emploi, les paiements du
gouvernement fédéral résultant du règlement sur la partie sala-
riale et les réductions de l'impôt sur le revenu des particuliers
devraient rendre les consommateurs très confiants et alimenter
une forte progression de la demande des ménages. La volatilité
affichée récemment par les cours des actions pourrait cependant
inciter les consommateurs à une plus grande prudence en matière
de dépenses.

Après avoir connu un essor marqué en 1999, attribuable en
partie aux préparatifs liés au passage à l'an 2000, les investisse-
ments des entreprises devraient demeurer élevés cette année, à la
faveur de la forte progression que devrait connaître la demande
extérieure et de rentées de fonds substantielles dans
le secteur de l'exploitation des ressources naturelles. Il se pourrait
même qu'ils continuent d'augmenter à un rythme rapide puisque
les ressources qui étaient consacrées à la préparation au passage à
l'an 2000 peuvent dorénavant être affectées à l'accroissement de la
capacité de production.

*La croissance des expor-
tations canadiennes
déclinerait cette
année, tout comme celle
des importations.*

*On prévoit que l'expan-
sion de la demande
des ménages demeurera
robuste...*

*... et que les investisse-
ments des entreprises
restent élevés.*

quand une reprise durable, reposant sur la demande du secteur privé, s'amorcera dans ce pays.

Aux États-Unis, la croissance du PIB réel a continué d'être supérieure aux attentes, se hissant au-dessus de 7 % en taux annuel au dernier trimestre de 1999, pour s'établir à 4,6 % en moyenne pendant l'année. Cet essor marqué de l'activité s'est poursuivi durant les premiers mois de 2000. (Selon des données préliminaires, le PIB aurait crû au rythme de 5,4 % au premier trimestre.) On prévoit cependant un certain ralentissement du rythme de l'expansion économique au cours de cette année et en 2001, car le faible taux d'épargne des particuliers et les hausses récentes et attendues des taux d'intérêt devraient modérer la croissance des dépenses de consommation. La volatilité observée sur les places boursières pourrait aussi tempérer l'optimisme des consommateurs. Le taux d'inflation hors alimentation et énergie aux États-Unis a augmenté pour dépasser 2 %. Toutefois, d'importants gains de productivité ont contribué à contenir les pressions globales sur les coûts et les prix.

Malgré ces facteurs généralement favorables, les risques d'une résurgence de l'inflation subsistent aux États-Unis en raison du niveau élevé d'utilisation des ressources et du rythme rapide de la production potentielle. Par conséquent, les autorités monétaires américaines ont procédé à un relèvement graduel de leurs taux directeurs. La croissance de l'activité devrait se modérer par rapport au rythme insoutenable qu'elle enregistre à l'heure actuelle, mais on ne sait pas exactement dans combien de temps cela se produira. Ce qui est clair toutefois, c'est qu'il est nécessaire que le rythme de l'expansion économique aux États-Unis ralentisse et s'établisse à des niveaux proches du taux de croissance de la production potentielle, sinon inférieurs à celui-ci.

Un autre facteur de déséquilibre au sein de l'économie américaine est l'important déficit de la balance courante, qui reflète les niveaux trop élevés et le rythme de croissance trop rapide de la demande par rapport à l'offre. Bien que l'on s'attende à ce que ce déficit s'amenuise à mesure que l'économie américaine accélérera et que la reprise se consolidera outre-mer, il est peu probable que cette diminution soit substantielle si le dollar américain ne se déprécie pas à moyen terme.

Les cours du pétrole brut ont connu une envolée au cours du premier trimestre de 2000, puis ils se sont inscrits en baisse par suite de l'annonce d'une augmentation de la production par les pays de l'OPEP en avril. On croit qu'ils se stabiliseront ou même fléchiront encore légèrement dans le courant de l'année. En revanche, les prix des produits de base non énergétiques devraient continuer de se raffermir en réaction à la forte croissance de la demande globale.

Même si l'on s'attend à ce que la croissance économique ralentisse aux États-Unis...

... l'inflation hors alimentation et énergie risque de s'accroître.

Les prix des produits de base non énergétiques devraient poursuivre leur remontée.

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE

D'INFLATION

Selon nos analyses, les forces à l'œuvre laissent encore présager que des pressions à la hausse s'exerceront sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Cependant, cette projection demeure détachée de plusieurs incertitudes importantes.

La conjoncture internationale

L'économie mondiale a de nouveau gagné en vigueur, et les taux de croissance enregistrés à l'heure actuelle dans bon nombre de régions du globe dépassent les attentes². Cette expansion plus rapide que prévu résulte dans une grande mesure de la tenue des économies à marché émergent, dont les perspectives d'évolution pour l'an 2000 sont généralement très encourageantes. Dans les pays asiatiques que la crise financière de 1997-1998 avait frappés de plein fouet, la reprise continue de se raffermir. La croissance a été faible en 1999 en Amérique latine, sauf au Mexique, mais la situation devrait s'améliorer sensiblement cette année.

Dans la zone euro ainsi qu'au Royaume-Uni, le rythme de l'expansion économique a augmenté au deuxième semestre de 1999, pour se situer aux alentours de 3,5 %. Bien que l'on s'attende à ce que ce rythme soit un peu moins rapide en 2000, l'activité devrait rester vigoureuse. Le taux d'inflation cité dans les manchettes s'est accru dans les deux régions, mais c'est essentiellement le renchérissement de l'énergie (conjugué au relèvement des taux des prêts hypothécaires au Royaume-Uni) qui semble expliquer la hausse observée récemment. La Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre ont majoré leurs taux directeurs afin de contrebalancer les risques d'inflation découlant de l'accroissement de la demande et, dans le cas de la BCE, de la dépréciation de l'euro.

Les perspectives restent beaucoup plus incertaines au Japon, où l'anémie de la demande intérieure finale a donné lieu, au quatrième trimestre de 1999, au deuxième recul d'affiliée du PIB réel. Des indicateurs plus récents laissent entrevoir que, malgré la vigueur persistante du yen vis-à-vis des autres monnaies, la croissance devrait se renforcer au premier semestre de cette année, à la faveur du programme de relance budgétaire annoncé par le gouvernement en novembre dernier. Toutefois, on ne sait toujours pas 2. Dans la livraison du printemps des *Perspectives de l'économie mondiale*, le FMI prévoit pour 2000 une croissance économique de 4,2 % à l'échelle mondiale (comparativement à 3,3 % en 1999), ce qui dépasse de 0,8 point de pourcentage le taux avancé dans la livraison précédente de cette publication (octobre 1999).

Il y a de bonnes chances que la reprise se poursuive dans les économies à marché émergent.

On s'attend à une croissance robuste de la zone euro et au Royaume-Uni.

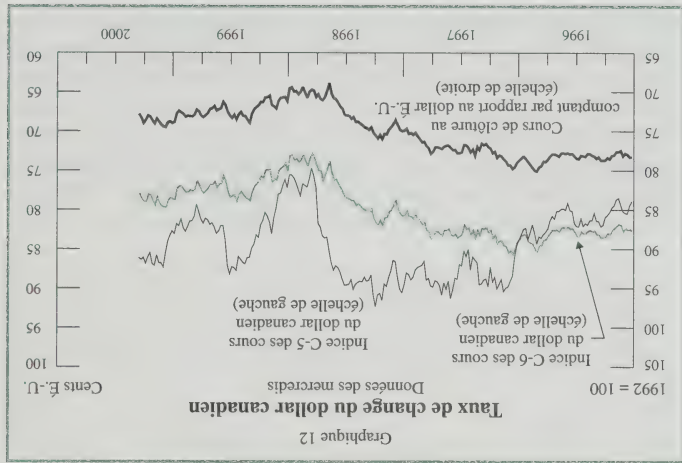
L'économie du Japon devrait continuer de bénéficier de l'application de mesures de relance budgétaire.



L'indice des conditions monétaires de la Banque a augmenté sous l'effet de la montée des taux à court terme du marché, pour s'établir récemment entre -5,5 et -5,0, alors qu'au second semestre de 1999, il avait oscillé entre -7,0 et -6,0 (Graphique 13).

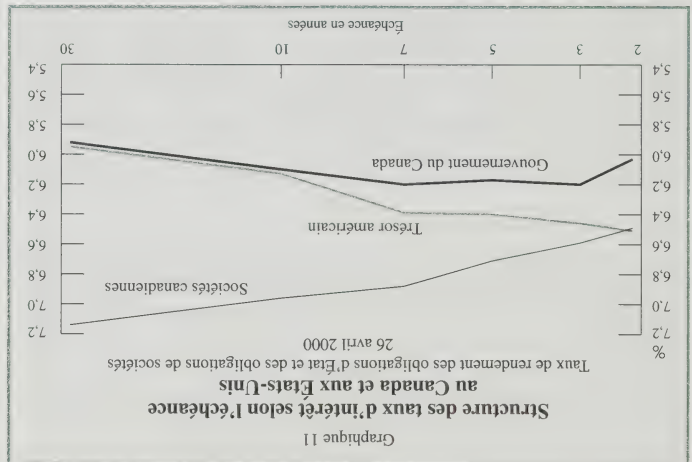
obligations du Trésor s'est inversée depuis novembre et affiche maintenant une pente négative. Quant à la courbe de rendement des obligations des sociétés canadiennes — qui a été moins touchée par des facteurs exceptionnels du côté de l'offre et qui reflète le coût du financement dans le secteur privé —, elle a une pente positive tout à fait normale. Il reste, malgré tout, que le dynamisme observé en général sur les marchés des titres à revenu fixe est alimenté par une solide confiance dans la stabilité des prix à long terme.

Il y a eu une nette demande pour les actifs libellés en dollars canadiens sur le marché des changes ainsi que sur le marché obligataire, comme en témoigne la fermeté relative qu'a affichée depuis novembre le cours du dollar canadien pondéré en fonction des échanges commerciaux (Graphique 12). Cette fermeté est attribuable au redressement du marché des ressources naturelles, à l'amélioration du solde de la balance des paiements courants et à la conviction croissante que la solide expansion économique allait se poursuivre pendant un certain temps encore. Bien que le dollar canadien ne se soit pas raffermi vis-à-vis du dollar américain, qui a fait preuve d'une grande vigueur, il s'est fortement apprécié par rapport aux devises d'outre-mer.



75 points de base au taux cible établi par les autorités monétaires américaines pour les fonds fédéraux.

Les hausses des taux d'intérêt dans les deux pays étaient largement attendues sur les marchés financiers. De fait, on croyait que, n'eût été la nécessité de fournir temporairement au système des liquidités supplémentaires à l'approche du passage à l'an 2000, les conditions monétaires aux États-Unis auraient été resserrées un peu plus tôt. Comme les taux à court terme en vigueur sur les marchés canadiens et américains avaient déjà augmenté dans l'expectative des relèvements des taux directeurs, l'annonce effective de ces relèvements n'a presque pas eu d'incidence sur eux.



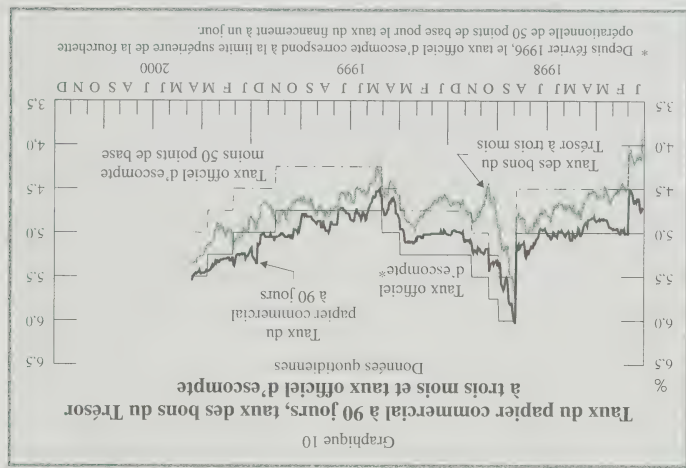
La courbe des rendements s'est considérablement aplatie au cours des six derniers mois, les taux à moyen terme et plus particulièrement les taux à long terme s'étant repliés (Graphique 11). Les réductions des besoins de financement du gouvernement ont fortement contribué à la baisse des rendements obligataires. Au Canada comme aux États-Unis, le marché des obligations de l'État s'est ressenti de la réduction réelle et prévue des emprunts publics à long terme, qui s'est traduite par une étroitesse des marchés, notamment pour les titres à 30 ans, et par des variations inopinées des prix à certains moments. Ainsi, la courbe de rendement des obligations du gouvernement canadien présente actuellement une bosse, les taux des obligations de 3 à 10 ans dépassant ceux des obligations à 30 ans. Aux États-Unis, la courbe de rendement des

Des facteurs d'ordre technique ont fait chuter les taux de rendement des obligations à long terme du gouvernement.

3. LA RÉALISATION DES CIBLES DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

La Banque du Canada a relevé le taux officiel d'escompte de 25 points de base (Graphique 10) les 3 février et 22 mars derniers, pour le porter à 5,5 % et ainsi faire passer le taux cible du financement à un jour à 5,25 %. Ces hausses avaient pour objet de maintenir la tendance future des prix à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % que vise la Banque et de permettre ainsi à l'économie canadienne de continuer à croître à un rythme soutenable.

La Banque a relevé les taux à court terme à deux reprises pour maintenir l'inflation tendancielle à l'intérieur de la fourchette cible de 1 à 3 %.



Les mesures prises par la Banque tenaient compte de l'incidence sur l'économie canadienne des augmentations des taux directeurs de la Réserve fédérale américaine et d'une propagation à notre pays des fortes pressions exercées par la demande aux États-Unis. Lorsqu'elle a annoncé le relèvement de ses taux, la Réserve fédérale a souligné les risques d'une intensification des pressions inflationnistes aux États-Unis dans un avenir assez proche, en raison de la vigueur insoutenable de la demande. Bien qu'il y ait d'importantes similitudes entre la conjoncture économique du Canada et celle de son voisin du sud, on observe aussi entre ces dernières des différences marquées, et le taux que vise la Banque du Canada pour le financement à un jour demeure inférieur de

rence a été plus faible que prévu ces derniers mois, ce qui ne peut être expliqué entièrement par des facteurs spéciaux de nature temporaire. Qui plus est, même si les produits que nous exportons sont très en demande, les données de Statistique Canada relatives aux commandes en carnet ne montrent aucun goulot d'étranglement important dans la production. Les niveaux des stocks semblent aussi à peu près équilibrés. Sur le marché du travail, certains signes témoignent d'une accélération du rythme de progression des salaires, mais, dans l'ensemble, les augmentations ont été modestes jusqu'ici comparativement à la croissance de la production et à l'inflation, et les taux d'activité sont à la hausse. Il pourrait donc y avoir davantage de ressources inutilisées sur le marché du travail que ne l'indique la mesure usuelle de la production potentielle.

Parallèlement, plusieurs autres indicateurs donnent à penser que les capacités inutilisées de l'appareil de production sont en train d'être absorbées rapidement. La mesure du taux d'utilisation des capacités du secteur des produits non agricoles que publie Statistique Canada s'est accrue au deuxième semestre de 1999 et a touché le sommet qu'elle avait atteint à la fin des années 1980. En outre, le taux de chômage est descendu juste au-dessous de 7 % au début de 2000, à un niveau qui ne s'était pas vu depuis 24 ans, et chez les spécialistes des technologies de l'information mais aussi, entre autres, chez les camionneurs et les ouvriers qualifiés dans les secteurs de la fabrication et de la construction.

Somme toute, la gamme complète des indicateurs incite à croire que la mesure usuelle de la production potentielle que la Banque utilise a sous-estimé les capacités de production au sein de l'économie canadienne. La Banque est donc d'avis que cette dernière n'était pas encore aux prises avec une demande excédentaire à la fin de 1999, mais qu'elle était en train de rapidement absorber les capacités inutilisées.

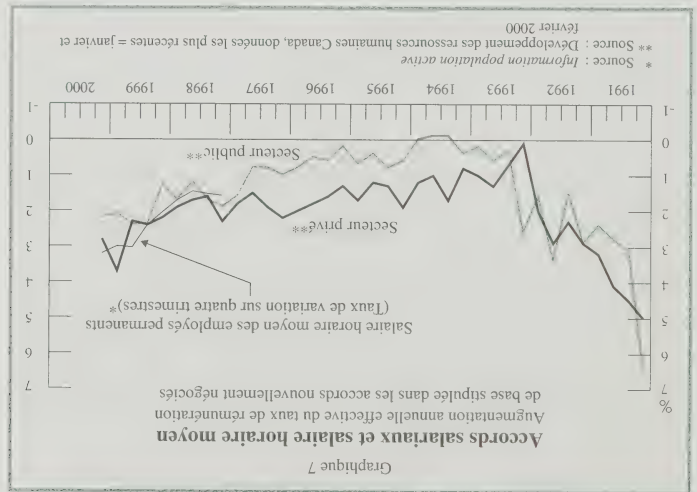
Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

La Banque estimait, au moyen des techniques de mesure qu'elle a coutume d'utiliser, que l'économie canadienne tournait au milieu de 1999 à un régime d'environ 0,50 % intérieur à celui qui correspond à sa capacité de production. Selon les estimations obtenues à l'aide de ces mêmes techniques, l'économie fonctionnait à la fin de l'année à un rythme de près de 0,75 % au-dessus de cette capacité¹. L'estimation de la production potentielle est toujours entachée d'une grande incertitude, comme en fait foi le large intervalle de confiance dont s'accompagne l'évaluation de l'écart de production (Graphique 9). Étant donné cette incertitude et le niveau particulièrement élevé du taux d'utilisation des capacités dans l'économie, la Banque a souligné la nécessité d'observer divers autres indicateurs pour pouvoir évaluer l'intensité des pressions qui s'exercent sur la capacité de production.

Un certain nombre de ces indicateurs laissent supposer que la mesure de la production potentielle que la Banque utilise d'ordinaire a sous-estimé la capacité de l'économie de produire des biens et services sans que s'intensifient les pressions inflationnistes. Avant toute chose, en dépit de la rapidité inattendue de l'expansion de l'économie, l'inflation mesurée par l'indice de réfè-



1. Au moment de la publication du *Rapport de novembre*, on avait estimé à environ 0,25 % la marge de capacités inutilisées au milieu de 1999. Les estimations passées de l'écart de production ont été mises à jour à la suite de la révision à la hausse apportée par Statistique Canada au niveau du PIB pour le premier semestre de 1999 et en raison de la croissance plus forte que prévu du PIB au deuxième semestre.



Après avoir fait piteuse figure en 1998, la production par heure-personne s'est redressée l'année dernière. Au quatrième trimestre de 1999, elle avait progressé de plus de 1 % par rapport à la même période l'année précédente (Graphique 8). Conjuguée aux gains modérés enregistrés au chapitre du revenu du travail a donné lieu en 1999 à une augmentation modeste de l'ordre de 1 % des coûts unitaires de main-d'œuvre, ce qui est inférieur à l'inflation mesurée par l'indice de référence. Les dépenses que les entreprises consacrent à l'achat de machines et de matériel, surtout d'ordina-teurs, sont restées très vigoureuses en 1999, ce qui est de bon augure pour la croissance future de la productivité.

La productivité du travail s'est redressée en 1999... et le dynamisme des investissements en machines et matériel laisse présager de nouveaux gains de productivité.

fin d'année. Son amélioration traduisait un redressement des termes de l'échange, attribuable surtout à la hausse des prix des produits de base. Cet avantage au chapitre des prix a partiellement contrebalancé une diminution de l'excédent de la balance commerciale en volume, liée au fait que la croissance des importations continuait de dépasser celle des exportations. Les premières données semblaient indiquer que le solde de la balance courante est probablement redevenu excédentaire au premier trimestre, à la faveur d'un bond de l'excédent commercial en chiffres réels et d'une nouvelle amélioration des termes de l'échange.

La maîtrise des coûts

La Banque surveille un certain nombre de mesures des salaires, dont chacune possède ses propres limites. Dans l'ensemble, ces mesures donnent à penser que le rythme d'augmentation des salaires s'est accéléré quelque peu, mais qu'il est demeuré égal ou légèrement inférieur à celui qui serait compatible avec le taux de croissance moyen de la productivité et la tenue récente de l'inflation tendancielle au Canada.

La progression sur quatre trimestres des gains horaires moyens (heures supplémentaires non comprises) pour les employés permanents, dont fait état depuis quelque temps seulement la publication de Statistique Canada intitulée *Information population active*, a affiché une tendance modérée à la hausse depuis la fin de 1998. Elle s'est établie à 3,2 % au premier trimestre de 2000, contre 3,0 % au trimestre précédent. En revanche, une autre mesure des revenus du travail par heure-personne, a été assez stable en 1999 et s'est maintenue entre 1 et 2 %. Selon les données relatives aux accords salariaux, qui ne se rapportent qu'à environ 20 % des emplois salariés (agriculture exclue), la moyenne des hausses annuelles consenties aux employés syndiqués du secteur privé est remontée depuis 1998. Elle a atteint 2,7 % au deuxième semestre de 1999, comparativement à 2,3 % au premier, en raison principalement de la signature d'ententes dans l'industrie automobile. En janvier et en février 2000, les augmentations accordées dans le secteur privé ont été en moyenne de 2,8 % (Graphique 7). Enfin, selon une enquête sur la rémunération réalisée aux mois d'août et de septembre 1999 par le Conférence Board du Canada, les hausses salariales pour 2000 pourraient être légèrement inférieures à celles octroyées en 1999. Ainsi, on prévoit des augmentations de 3,4 % pour les employés non syndiqués du secteur privé, alors qu'elles avaient été de 3,6 % en 1999. Il se peut toutefois que ces prévisions soient révisées à la hausse, compte tenu du dynamisme inattendu affiché par l'économie depuis que l'enquête a été menée.

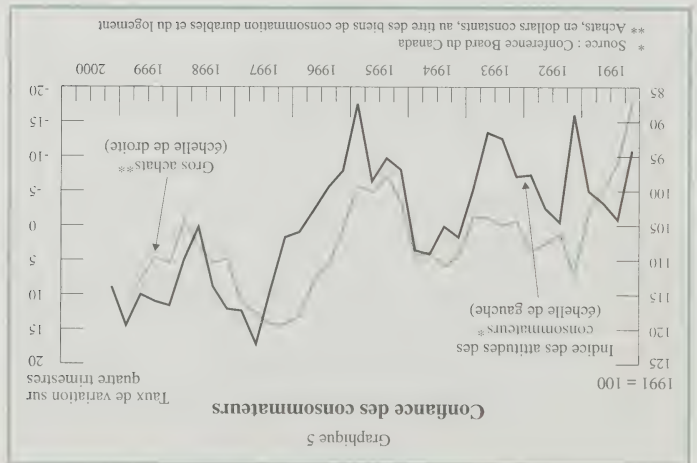
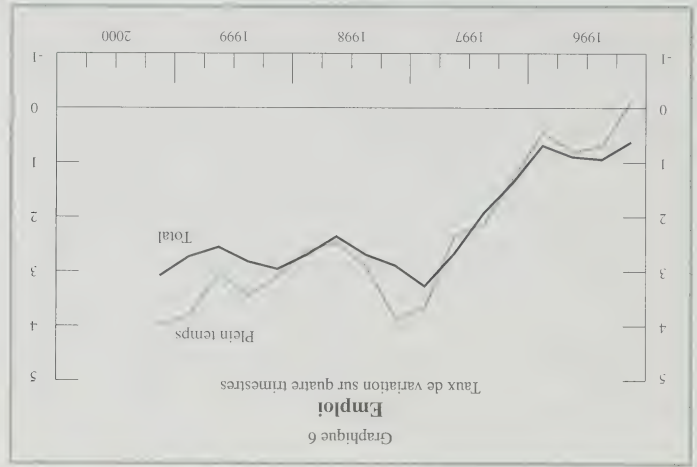
Le rythme d'augmentation des salaires s'est accéléré, mais il demeure modeste par rapport aux gains de productivité et à l'inflation.

La balance courante canadienne (en valeur) a continué de s'améliorer au second semestre de 1999 et a atteint l'équilibre au troisième trimestre, avant de redevenir légèrement déficitaire en

matériel ainsi que les véhicules automobiles. Les importations ont continué d'afficher une croissance élevée au cours des six derniers mois de 1999 et au début de 2000, en raison notamment de l'essor rapide de la demande intérieure de biens à forte teneur en importations comme les machines et le

Les importations ont affiché une croissance extrêmement robuste.

Les premiers indicateurs incitent à croire que la progression vigoureuse des investissements s'est poursuivie au premier trimestre de 2000.



Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

Le rythme d'expansion de l'économie canadienne a continué de se raffermir au cours du second semestre de 1999 et au début de 2000, grâce à l'extraordinaire vigueur de l'activité économique aux États-Unis, à une nouvelle augmentation des cours mondiaux des produits de base et à l'essor grandissant de la demande intérieure. Le PIB réel du Canada a crû de 5,0 % en taux annuel au second semestre de 1999, contre 4,3 % au premier semestre. Pour ce qui est du premier trimestre de 2000, les chiffres les plus récents donnent à penser que la croissance s'est poursuivie à un rythme rapide de près de 4 à 5 %.

L'expansion remarquable de la demande globale aux États-Unis et la forte position concurrentielle de l'industrie canadienne ont contribué à l'accélération du rythme de croissance des exportations en volume, surtout celles des produits finis comme les machines et le matériel ainsi que les produits automobiles. En outre, la remontée des prix des produits de base a donné lieu à une reprise de la progression du volume des exportations de matières premières.

La croissance des dépenses des ménages a légèrement fléchi au second semestre de 1999, elle est néanmoins demeurée élevée, à la faveur d'un regain de confiance des consommateurs et d'un nouvel accroissement du revenu réel des particuliers (Graphique 5). D'après les données reçues jusqu'ici, les dépenses des ménages ont continué à progresser vigoureusement au premier trimestre de 2000. L'importante hausse du revenu disponible réel est largement attribuable à de solides gains au chapitre de l'emploi, surtout en ce qui concerne les emplois à plein temps (Graphique 6). De fait, le taux de chômage a encore diminué. La baisse des taux d'imposition des particuliers et, dans une moindre mesure, l'augmentation de la richesse personnelle liée à la démutualisation récente des compagnies d'assurance vie canadiennes ont également contribué à soutenir la confiance des consommateurs et la dépense des ménages.

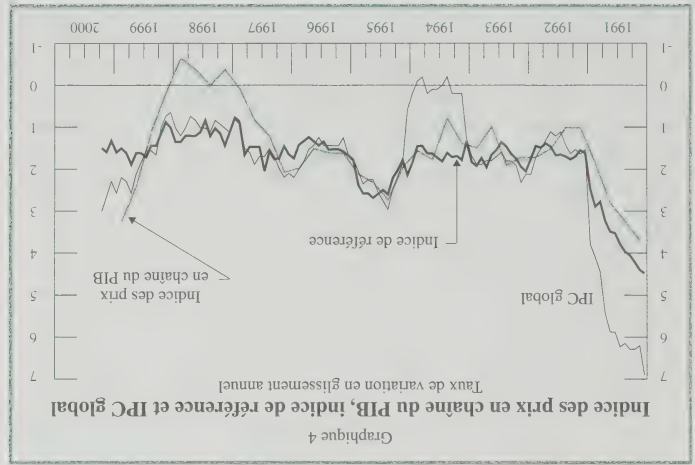
Encouragées par les perspectives économiques et leurs propres perspectives financières, les entreprises canadiennes ont continué d'accroître de façon marquée leurs dépenses en biens d'équipement au cours du second semestre de 1999. Les dépenses en machines et matériel ainsi qu'en installations sont restées élevées. Les investissements dans l'industrie pétrolière et gazière se sont en particulier ressaisis de façon considérable au second semestre, par suite du vif renchérissement du pétrole brut et du gaz naturel.

L'expansion de l'économie canadienne s'est raffermie au second semestre de 1999 et au début de 2000...

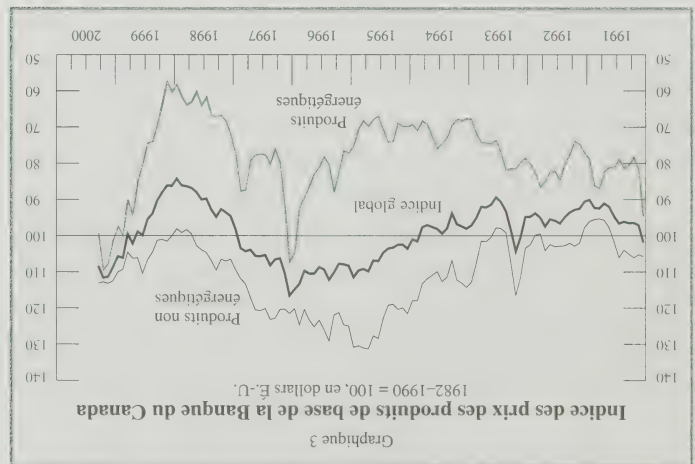
à la faveur de l'accélération de la croissance des exportations.

Les dépenses des ménages ont aussi

tout comme les dépenses d'investissements des entreprises.



la demande à l'échelle internationale. Cette augmentation, combinée au renchérissement du pétrole, a eu pour effet d'accroître de 32 % depuis la fin de 1998 le prix moyen en dollars E.-U. des principales matières premières que produit le Canada, selon l'indice des prix des produits de base de la Banque (Graphique 3). Le redressement important des prix des produits de base que nous exportons est également responsable de la hausse marquée en 1999 de l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et services produits au Canada) relativement à l'indice de référence (Graphique 4).



Note technique 1

Les répercussions de la montée des prix du pétrole sur l'inflation

Les fortes fluctuations que les cours du pétrole brut enregistrent depuis deux ans et leur incidence sur l'IPC global montrent bien comme il importe de fonder la politique monétaire sur une mesure de l'inflation tendanciellement qui fait abstraction des facteurs volatils. Par suite de réductions marquées de la production et d'un accroissement de la demande mondiale, le prix du baril de pétrole brut, qui s'établissait à un peu plus de 14 \$ E.-U. en octobre 1998, a grimpé de quelque 80 % pour atteindre environ 25 \$ E.-U. au début d'avril 2000. Cette hausse explique en grande partie le bond important des prix à la consommation de l'essence et du mazout, de même que le gros de l'accélération récente du taux d'augmentation de l'IPC global, qui est passé de moins de 1 % au début de 1999 à 3 % actuellement.

Les prix de l'essence et du mazout sont très sensibles aux fluctuations de l'offre et de la demande de pétrole brut à l'échelle internationale. C'est surtout par l'entremise de ces prix que les variations des cours du pétrole brut se répercutent dans un premier temps sur l'IPC. Ces variations peuvent également avoir des effets de première vague sur l'indice de référence car les coûts de l'énergie représentent une part considérable du coût total d'activités comme le transport aérien et routier ou la fabrication de produits en plastique. De plus, si la première vague d'effets amène les agents économiques à anticiper une accélération de l'inflation, les variations des cours du pétrole peuvent, dans un second temps, influencer les salaires et les autres prix.

En outre, les effets de première vague du renchérissement du pétrole brut sur l'indice de référence semblent limités. On estime qu'ils étaient de moins de 0,1 % en mars — les principaux prix touchés étant les tarifs aériens — compte tenu de l'existence de contrats de longue durée, de la concurrence toujours intense dans le commerce de détail et de la difficulté de répercuter les hausses de coûts sur les prix. Cela tranche avec l'incidence estimative de 0,5 à 0,7 % qu'aurait à long terme une augmentation permanente de 80 % des cours du pétrole sur le niveau de l'indice de référence (si celle-ci devait être intégralement répercutée sur les prix à la consommation et qu'il n'y ait pas d'autre modification marquée des prix du pétrole). Il est vraisemblable toutefois que cette incidence s'échelonnait sur plus d'un an. De plus, dans le climat de vive concurrence qui règne actuellement, cette estimation de l'incidence à long terme doit être vue comme maximale, puisque l'on peut s'attendre à ce que les entreprises réduisent leurs coûts en se tournant vers des sources d'énergie meilleur marché et en diminuant leur consommation d'énergie.

En excluant les prix de l'énergie de leur indice de référence, les autorités monétaires peuvent mieux évaluer la tendance de l'inflation et ainsi mieux prévoir les mouvements de celle-ci à l'avenir¹. En retenant une mesure de l'inflation tendanciellement, la Banque a fait clairement savoir qu'elle était prête à tolérer les effets de première vague des variations des prix à court terme du pétrole brut sur l'IPC global. Par contre, elle ne tolérera pas ceux de seconde vague. À l'heure actuelle, l'incidence de l'envoie des cours du pétrole brut sur l'IPC global semble s'être limitée aux effets de première vague. Toutefois, la Banque suivra la situation de près afin de déceler tout signe manifeste que des effets de seconde vague sont en train de se propager dans l'économie. Si les cours du pétrole brut demeurent voisins de 25 \$ E.-U. ou fléchissent encore, la Banque croit que le taux d'augmentation de l'IPC global se mettra à diminuer pour se rapprocher de celui de l'indice de référence durant le deuxième trimestre de 2000.

1. Suivant le même principe, la Banque omet les composantes plus volatiles ou réduit leurs pondérations lorsqu'elle crée d'autres mesures statistiques de l'inflation tendanciellement, comme l'IPC et l'IPC. L'essence, le mazout et le gaz naturel sont trois des huit composantes les plus volatiles qui sont exclues d'IPC. Est aussi exclu de cette mesure (mais pas de l'indice de référence) le prix du transport interurbain (principalement constitué des tarifs aériens), lequel est très sensible aux prix du pétrole.

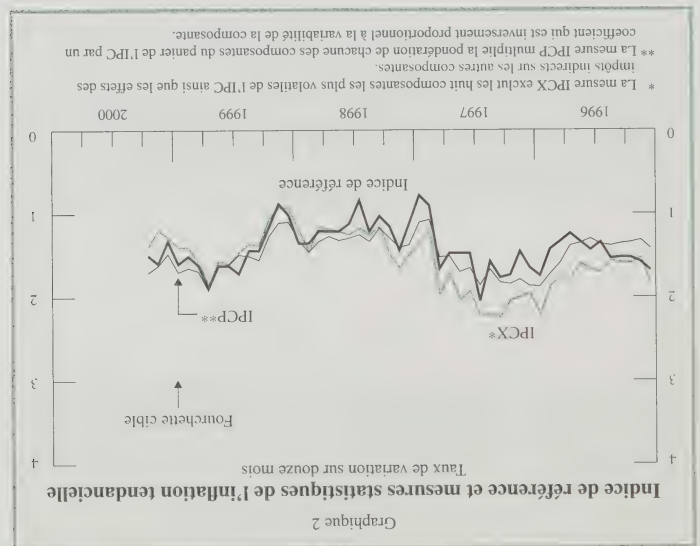
Les prix de nombreux autres produits de base non agricoles — notamment ceux des métaux communs et de la pâte à papier — ont aussi nettement augmenté, en raison surtout du renforcement de

la dernière année sous l'effet des réductions de l'offre opérées par les membres de l'OPEP et plusieurs autres pays producteurs ainsi que de la progression de la demande mondiale. Les prix du gaz naturel se sont également accrus, mais pas autant que ceux du pétrole. Tout dernièrement, les cours mondiaux du pétrole brut se sont repliés quelque peu par rapport au sommet atteint au premier trimestre.

La montée des prix de l'énergie était principalement imputable à l'escalade que les cours du pétrole brut ont connue pendant la dernière année sous l'effet des réductions de l'offre opérées par les membres de l'OPEP et plusieurs autres pays producteurs ainsi que de la progression de la demande mondiale. Les prix du gaz naturel se sont également accrus, mais pas autant que ceux du pétrole. Tout dernièrement, les cours mondiaux du pétrole brut se sont repliés quelque peu par rapport au sommet atteint au premier trimestre.

Malgré le recul de l'inflation mesurée par l'indice de référence, le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est passé de 2,6 % en septembre à 3 % en mars. Cette divergence entre les deux mesures est due à l'incidence de la hausse spectaculaire des prix de l'énergie sur l'IPC global (Note technique 1).

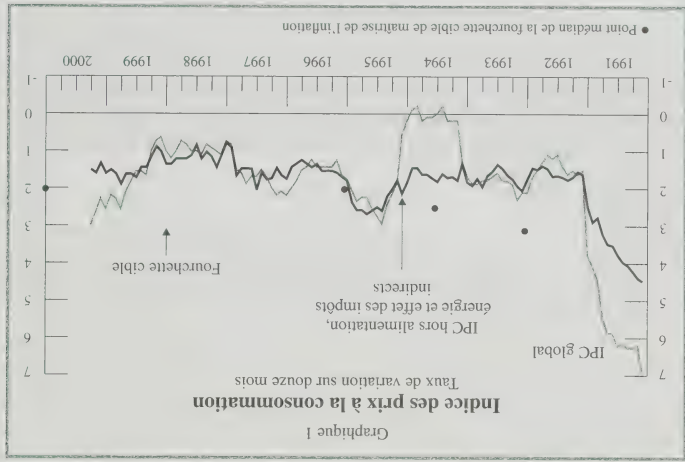
de la réduction des prix en dollars E.-U. de ces produits. La concurrence a aussi été vive dans le secteur du commerce de détail, ce qui a donné lieu à des rabais sur les biens de consommation semi-durables comme les vêtements et les chaussures et, dans une moindre mesure, sur les biens durables comme les automobiles et les appareils électroménagers. En outre, il semblerait que l'intensité moindre que prévu des pressions exercées sur les capacités de production ait joué un rôle.



La montée des prix de l'énergie explique celle de l'IPC global.

La baisse récente de l'inflation mesurée par l'indice de référence s'explique en bonne partie par l'évolution des prix au sein de plusieurs compartiments de la dépense des ménages. Au cours de la dernière année, les prix de la majorité des produits de consommation non énergétiques (biens et services) que nous importons ont diminué par suite de l'appréciation du dollar canadien et

facteurs, .. et tenait à divers



Le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence était de 1,5 % en mars, contre 1,9 % en septembre dernier (Graphique 1). Les autres mesures statistiques de l'inflation tendancielles se situent autour de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 2).

L'inflation et la fourchette cible

Depuis l'automne dernier, l'inflation mesurée par l'indice de référence (IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects) est descendue plus bas dans la moitié inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque. Cette baisse n'avait pas été prévue. Au moment de la parution du *Rapport de novembre 1999*, on s'attendait à ce que cette mesure de l'inflation augmente pour atteindre le point médian de la fourchette cible au premier trimestre de 2000. Le bond important des prix de l'énergie a fait grimper le taux d'accroissement de l'IPC global, le portant à la limite supérieure de la fourchette cible.

La diminution de l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours des derniers mois était inattendue.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

1. INTRODUCTION

L'économie mondiale a affiché un plus grand dynamisme que ne le prévoyait la Banque dans le *Rapport sur la politique monétaire* de novembre 1999. La croissance s'est accélérée tant dans les économies à marché émergent que dans les pays européens, et le rythme de l'expansion économique a encore augmenté aux États-Unis. Le Japon, toutefois, n'a pas participé jusqu'ici à ce regain d'activité.

Avec le renforcement de l'expansion économique à l'échelle internationale, le risque d'une recrudescence des pressions inflationnistes s'est accru. Cela est particulièrement vrai aux États-Unis, où il est de plus en plus manifeste que la demande se rapproche des limites de l'offre, surtout sur le marché du travail. De plus, sous l'effet de la vive montée qu'ont connue les prix mondiaux du pétrole au cours de l'hiver, le taux d'inflation cité dans les manchettes a enregistré une hausse sensible dans la plupart des pays.

La tenue de l'économie canadienne durant les six derniers mois a aussi été supérieure aux attentes. La croissance a été plus forte que prévu, en raison de la vigueur de la demande extérieure et du raffermissement de la demande intérieure. Par contre, le taux de l'inflation tendanciellement a été moins élevé que projeté et est resté l'un des plus bas au sein des principaux pays industriels. Le fait que les taux d'intérêt canadiens se soient maintenus au-dessous de leurs pendant que les américains s'expliquent dans une large mesure par ce faible niveau d'inflation.

Cette évolution met en évidence plusieurs facteurs d'incertitude importants dont il faudra tenir compte dans la conduite de la politique monétaire au cours des mois à venir. Tout d'abord, la croissance de la demande de produits canadiens au pays et à l'étranger pourrait demeurer plus robuste que prévu. Deuxièmement, il est possible que les pressions inflationnistes s'intensifient aux États-Unis, ce qui pourrait avoir des conséquences pour le Canada. Troisièmement, la capacité de l'économie canadienne de produire des biens et des services sans que ne s'attisent les tensions inflationnistes pourrait être supérieure à ce qu'on avait cru antérieurement.

Les données que renferme le présent rapport s'arrêtent au 1^{er} mai 2000.

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie et, partant, une amélioration de sa croissance au fil du temps.
- Les cibles de maîtrise de l'inflation font en sorte que la politique monétaire contribue à atténuer les variations cycliques du revenu et de l'emploi, et elles permettent à la Banque de mieux évaluer le potentiel de croissance de l'économie.

L'outil de la politique monétaire

- La Banque du Canada tire parti de l'influence qu'elle exerce sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des conditions monétaires sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener l'inflation au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. En décembre 1993, il a été décidé de maintenir cette fourchette jusqu'à la fin de 1998. En février 1998, son application a été prolongée jusqu'à la fin de 2001.
- Le gouvernement et la Banque comptent établir, d'ici la fin de 2001, quelle cible à long terme de la politique monétaire est compatible avec la stabilité des prix.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix des aliments et de l'énergie et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur l'IPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects, mesure qu'elle appelle *indice de référence*.

- En longue période, les mesures de l'inflation fondées sur l'IPC global et sur l'indice de référence tendent à présenter des profils d'évolution similaires. Toutefois, si les deux indices devaient afficher de façon persistante des profils d'évolution divergents, la Banque ajusterait la trajectoire souhaitée pour le taux d'augmentation de l'indice de référence de façon à ramener celui de l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction	5
2. L'évolution récente de l'inflation	6
L'inflation et la fourchette cible	6
Les facteurs qui influent sur l'inflation	10
3. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation	16
4. Les perspectives en matière d'inflation	20
La conjoncture internationale	20
La demande et l'offre globales au Canada	22
La mesure des attentes relatives à l'inflation	24
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation	26
Les autres indicateurs des pressions inflationnistes	27
Les indicateurs de la monnaie et du crédit	27
Les prévisions relatives à l'inflation	29
5. Conclusions	31
Bibliographie	32

Jusqu'à maintenant, les résultats que nous avons obtenus au chapitre de l'inflation sont un peu meilleurs que ce à quoi nous attendions. [...] Cette tenue favorable de l'inflation est de bon augure pour la poursuite de l'expansion économique au Canada. Mais il reste à savoir si cette expansion s'accompagnera de solides gains de productivité, comme cela a été le cas aux États-Unis. Une chose est certaine toutefois. La Banque du Canada doit s'attacher à maintenir l'inflation à un niveau bas et stable. Sinon, elle risquerait de compromettre la poursuite de l'expansion et les gains de productivité potentiels.

— Gordon Thiessen

La conduite de la politique monétaire dans un pays voisin d'une grande puissance économique

*Allocution prononcée par Gordon Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada
devant la Canadian Society of New York
New York (États-Unis)
le 9 mars 2000*

RAPPORT SUR LA POLITIQUE
MONÉTAIRE

— mai 2000 —

L'épreuve numismatique du dollar en argent sterling de 1998, qui est reproduite en page cheval du Nord-Ouest; cette pièce est l'œuvre d'Adeline Halvorson. Au moment de la création de la Confédération en 1867, le Canada ne comptait que quatre provinces, toutes situées dans l'Est. En 1870, le gouvernement a fait l'acquisition d'un vaste territoire appartenant à la Compagnie de la Baie d'Hudson. Pour que l'on puisse aller de l'avant avec les projets de colonisation de cette région, il fallait d'abord réprimer la contrebande de whiskey et établir des relations pacifiques avec les peuples autochtones. En mai 1873, la Police à cheval du Nord-Ouest a été constituée pour faire régner la loi, l'ordre et l'autorité canadienne dans l'Ouest du pays. L'illustration du revers représente un cavalier appartenant à ce service de police, qui, en 1920, allait devenir la Gendarmerie royale du Canada. L'avvers est orné d'un portrait de Sa Majesté la reine Elisabeth II, réalisé par l'artiste Dora de Pédery-Hunt.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

3827

CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé



— mai 2000 —

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

BANQUE DU CANADA

MONETARY POLICY REPORT

– May 2000 –

Summary

Bolstered by vigorous domestic demand and stronger-than-expected global economic growth, Canada's economy has outperformed expectations since last November's *Report*.

The U. S. economy has continued to soar, and the pace of activity in European economies and emerging markets has also accelerated. This stronger global economic momentum carries with it an increasing risk of potential inflation pressures. This is especially true in the United States, where levels of resource utilization are high and aggregate demand growth continues to exceed the growth of potential output. The upsurge in world oil prices has also fed into higher headline rates of inflation in most countries.

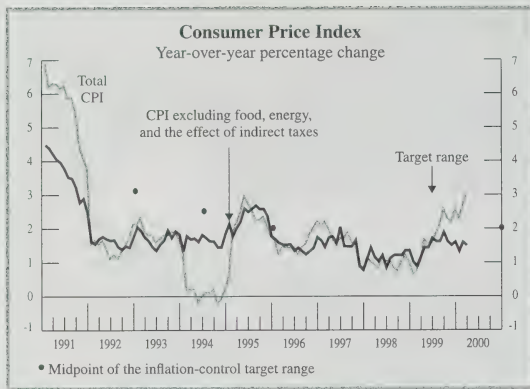
Canada's economic performance over this period has been positive, with robust growth and a trend rate of inflation that is among the lowest in the industrialized countries. Our low inflation has helped to keep interest rates below those of the United States.

These developments raise three key areas of uncertainty for the conduct of Canadian monetary policy. First, the momentum of

demand in Canada from both international and domestic sources could continue to outpace expectations. Second, a buildup in inflationary pressures in the United States could

Highlights

- The Bank has raised its projection for Canadian economic expansion this year to a range of 4 to 4.5 per cent.
- Given the momentum of aggregate demand and high levels of activity, core inflation is expected to rise gradually this year to close to 2.0 per cent.
- An important risk is the possibility that demand in Canada from both international and domestic sources will continue to outpace expectations.
- Although capacity output may also be higher than expected, the Bank is taking a cautious approach to projecting potential growth.
- In these circumstances, the Bank must carefully assess the balance between aggregate demand and supply, and be ready to adjust monetary conditions in a timely manner.



have implications for Canada. Third, the capacity of the Canadian economy to produce goods and services without adding to inflationary pressures may be higher than previously thought.

Recent Developments

Canada's real GDP rose at an annual rate of 5.0 per cent in the second half of 1999, compared with 4.3 per cent in the first half. Current information points to a continuation of this strong forward momentum in 2000. For the first quarter of this year, the available information suggests GDP growth of between 4 and 5 per cent, with full-time employment up nearly 4.5 per cent.

The last six months have also seen an unexpected decline in core inflation. The core CPI (CPI excluding food, energy, and the effect of changes in indirect taxes) was 1.5 per cent in March compared with 1.9 per cent last September. Some of this deceleration resulted from intense retail

competition and from the appreciation of the Canadian dollar, which lowered prices for most imported non-energy consumer goods and services.

At the same time, substantially higher energy prices have pushed the total CPI to 3.0 per cent.

Wage growth has increased somewhat since mid-1999, but remains modest relative to productivity gains and inflation. The recent increase in investment by businesses in machinery and equipment, particularly computers, bodes well for future productivity growth.

Based on the Bank's conventional measures, the Canadian economy appeared to be operating above its estimated capacity output at the end of 1999. Because of the uncertainty that surrounds these estimates, we have stressed the need to look at a range of indicators of pressures on capacity. Some of these indicators, which include the unexpectedly lower rate of core inflation, suggest that the Bank's conventional measures



may have been underestimating the economy's ability to produce goods and services without adding to inflationary pressures.

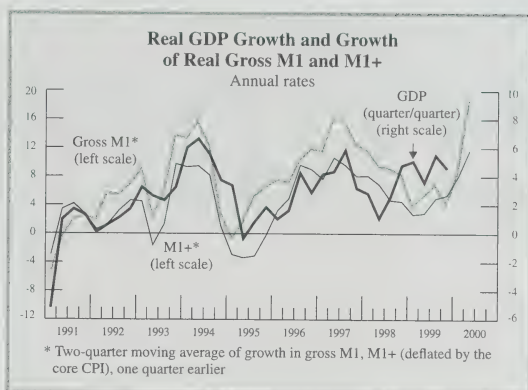
On balance, based on the full range of indicators, it is the Bank's judgment that the economy, as of the end of 1999, had not yet moved into a position of excess demand but that it was rapidly absorbing capacity.

To ensure that the stronger-than-expected momentum of aggregate demand did not risk placing undue pressure on the economy's production capacity, and thus on inflation, the Bank raised the Bank Rate by 25 basis points on both 3 February and 22 March, moving the Bank's target overnight lending rate to 5.25 per cent. These actions also took into account the implications for Canada of increases in the U.S. Federal Reserve's target rate for federal funds as well as the implications of the strong demand pressures in the United States spilling over into Canada. Having already anticipated these policy actions, money markets in both countries were largely unaffected by the moves.

The trade-weighted value of the Canadian dollar has remained relatively firm, reflecting Canada's positive economic fundamentals. Combined with the rise in short-term interest rates, this has tightened overall monetary conditions.

The Outlook for Inflation

The U.S. economy has continued to steam ahead. Real GDP growth averaged 4.6 per cent over the four quar-



ters of 1999, and this forward momentum has carried into the new year. The high level of resource utilization and the underlying rate of growth of aggregate demand relative to potential output continue to pose a possible inflation risk. In response, the U.S. monetary authorities have been gradually raising interest rates. While price and cost pressures have so far been contained, there is a clear need for the pace of growth of the U.S. economy to slow to rates close to, or below, the growth of potential output as we progress through this year and into 2001.

This buoyant U.S. picture, combined with Canada's high levels of business investment and solid employment gains, augurs well for continued strong economic growth in Canada this year. The rapid growth of the narrow monetary aggregates reinforces this view.

Given this strong momentum of aggregate demand, the Bank has raised its projection of growth for the

Canadian economy this year to a range of 4 to 4.5 per cent. At this pace, capacity pressures will intensify. Therefore, core inflation is expected to rise close to the midpoint of the inflation-control target range. For the core inflation rate to remain steady near 2 per cent, some deceleration in the overall pace of economic expansion in Canada will be required during 2001. This would entail a combination of a slowdown in the U.S. economy and some moderation in the growth of domestic spending in Canada.

The rate of increase in the total CPI is expected to move down towards core inflation. On the assumption that world prices for crude oil remain near US\$25 per barrel, this movement should begin in the second quarter of this year.

The main risks to this outlook are the possibility of continued stronger-

than-expected momentum of aggregate demand from both the U.S. economy and domestic spending as well as the possibility of a potential increase in inflation pressures in the United States. While capacity output in Canada may be higher over the projection period than expected, the Bank is inclined to take a cautious approach to projecting a permanently higher rate of potential growth.

The challenge for monetary policy will be to carefully assess the balance between aggregate demand and supply under these circumstances of strong demand growth and high levels of activity. To preserve the low trend of inflation that has been benefiting the Canadian economy, the Bank must be ready to adjust monetary conditions in a timely manner.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in May and November. Regular *Updates* are published in August and February. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Services, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bank-banque-canada.ca
or visit our Web site: <http://www.bank-banque-canada.ca>

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

- mai 2000 -

Sommaire

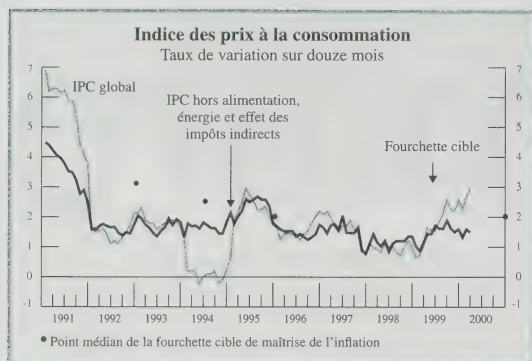
Stimulée par la vigueur de la demande intérieure et la croissance économique plus vive que prévu à l'échelle mondiale, la tenue affichée par l'économie canadienne depuis la publication du *Rapport* de novembre dernier a dépassé toutes les attentes.

L'essor de l'économie américaine s'est poursuivi, et le rythme de l'activité s'est accéléré également en Europe et dans les pays à marché émergent. L'accélération de l'expansion de l'économie mondiale a accru le risque d'une montée des pressions inflationnistes. Cela est particulièrement vrai aux États-Unis, où le niveau d'utilisation des ressources est élevé et où la croissance de la demande globale continue d'excéder celle de la capacité de production. La flambée des cours mondiaux du pétrole a aussi contribué à faire grimper les taux d'inflation cités dans les manchettes dans la plupart des pays.

La tenue de l'économie canadienne au cours de cette période a été bonne, grâce à une forte croissance et à l'un des taux d'inflation tendancielle les plus bas au sein des pays industrialisés. Notre faible niveau d'inflation nous a permis de maintenir des taux d'intérêt inférieurs à ceux pratiqués aux États-Unis.

Faits saillants

- La Banque a haussé ses prévisions du taux de croissance au Canada et estime maintenant qu'il se situera cette année à l'intérieur d'une plage de 4 à 4,5 %.
- Étant donné la vigueur de la demande globale et les hauts niveaux d'activité, on s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence monte graduellement cette année jusqu'à près de 2 %.
- Un des principaux facteurs de risque est la possibilité que la demande de biens et services canadiens au pays et à l'étranger continue de dépasser les attentes.
- Bien que les capacités de production puissent aussi être plus élevées que prévu, la Banque se montre prudente dans ses projections concernant la croissance de la production potentielle.
- Dans ce contexte, la Banque doit évaluer avec soin l'équilibre entre la demande et l'offre globales, et se tenir prête à modifier en temps opportun les conditions monétaires.



Cette évolution met en évidence trois facteurs d'incertitude importants dont il faudra tenir compte dans la conduite de la politique monétaire au Canada. Tout d'abord, la croissance de la demande de produits canadiens au pays et à l'étranger pourrait demeurer plus robuste que prévu. Deuxièmement, une intensification des pressions inflationnistes aux États-Unis pourrait avoir des conséquences pour le Canada. Troisièmement, la capacité de l'économie canadienne de produire des biens et des services sans que ne s'attisent les tensions inflationnistes pourrait être supérieure à ce qu'on avait pensé antérieurement.

L'évolution récente

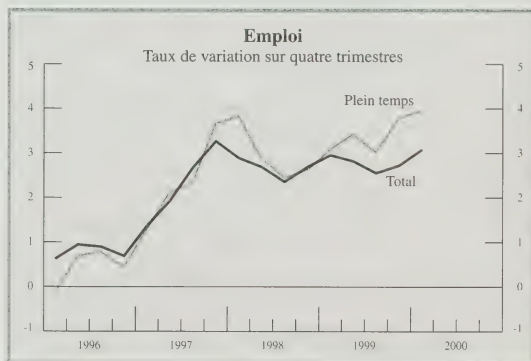
Le PIB réel du Canada a crû de 5,0 % en taux annuel au second semestre de 1999, contre 4,3 % au premier. Les renseignements actuellement disponibles incitent à croire que cette forte progression se poursuivra en 2000. En ce qui concerne le premier trimestre de l'année, les données recueillies à ce jour laissent entrevoir une croissance du PIB entre 4 et 5 % et indiquent un taux d'augmentation du nombre d'emplois à plein temps de près de 4,5 %.

Au cours des six derniers mois, on a enregistré une baisse inattendue de l'inflation mesurée par l'indice de référence (IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects). Le taux d'accroissement de cet indice se situait à 1,5 % en mars, alors qu'il était de 1,9 % en septembre dernier. Ce ralentissement s'explique en partie par la vive concurrence que se livrent les détaillants et par l'appréciation du dollar canadien, laquelle a entraîné une diminution des prix de la majorité des produits de consommation non énergétiques importés (biens et services).

Parallèlement, le renchérissement marqué de l'énergie a poussé l'inflation mesurée par l'IPC global à 3,0 %.

Le taux de croissance des salaires a augmenté légèrement depuis le milieu de 1999, mais il demeure modeste comparativement aux gains de productivité réalisés et à l'inflation observée. La hausse récente des investissements des entreprises en machines et matériel, surtout en ordinateurs, est de bon augure pour la croissance future de la productivité.

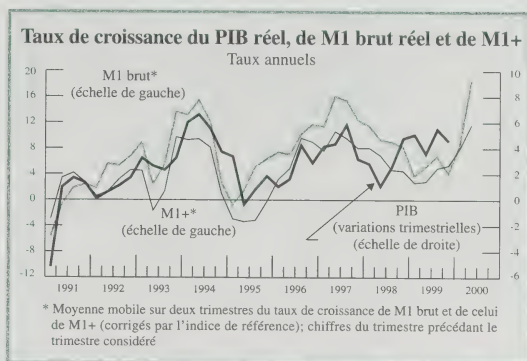
Selon les techniques de mesure employées habituellement par la Banque,



l'économie canadienne semblait tourner à la fin de 1999 à un régime supérieur à celui qui correspond à sa capacité de production estimée. Étant donné l'incertitude dont sont entachées ces estimations, nous avons souligné la nécessité de suivre de près une vaste gamme d'indicateurs des pressions qui se font sentir sur la capacité de production. Un certain nombre de ces indicateurs, y compris l'inflation mesurée par l'indice de référence, qui s'est avérée moins élevée que prévu, portent à croire que les mesures usuelles de la Banque ont sous-estimé la capacité de l'économie de produire des biens et services sans que s'intensifient les pressions inflationnistes.

Somme toute, en se fondant sur l'éventail complet des indicateurs, la Banque considère que l'économie n'était pas encore aux prises avec une demande excédentaire à la fin de 1999, mais qu'elle était en train d'absorber rapidement les capacités inutilisées.

Afin d'éviter que la vigueur supérieure aux attentes affichée par la demande globale n'exerce des pressions indues sur la capacité de production de l'économie, et donc sur l'inflation, la Banque a relevé le taux officiel d'escompte de 25 points de base les 3 février et 22 mars derniers, portant ainsi le taux cible du financement à un jour à 5,25 %. Ces mesures ont également tenu compte de l'incidence sur l'économie canadienne des augmentations du taux cible établi par la Réserve fédérale américaine pour les fonds fédéraux ainsi que d'une propagation à notre pays des fortes tensions émanant de la demande aux États-Unis. Comme ces mesures avaient déjà été anticipées par les marchés monétaires canadien et américain, elles n'ont presque pas eu d'effet sur eux.



Le cours de notre monnaie pondéré en fonction des échanges commerciaux est demeuré relativement ferme, ce qui reflète la solidité des facteurs fondamentaux de l'économie canadienne. Cette fermeté, conjuguée au redressement des taux d'intérêt à court terme, a donné lieu à un resserrement des conditions monétaires globales.

Les perspectives en matière d'inflation

L'économie américaine a conservé sa vive allure. La croissance du PIB réel s'est chiffrée en moyenne à 4,6 % au quatrième trimestre de 1999, et cet essor de l'activité s'est poursuivi durant les premiers mois de 2000. Les risques d'une résurgence de l'inflation persistent en raison du haut niveau d'utilisation des ressources et du rythme rapide que connaît la croissance tendancielle de la demande globale par rapport à celui de la production potentielle. Aussi les autorités monétaires américaines ont-elles graduellement relevé les taux d'intérêt. Si les pressions à la hausse sur les prix et les coûts ont été contenues jusqu'ici, il ne fait aucun doute que l'expansion

économique aux États-Unis devra ralentir et s'établir à des niveaux proches du taux de croissance de la production potentielle, sinon inférieurs à celui-ci, au cours de 2000 et durant les premiers mois de 2001.

Ce tableau très favorable de l'économie américaine, conjugué au niveau élevé des investissements des entreprises et à la solide progression de l'emploi au Canada, laisse présager la poursuite de l'expansion vigoureuse de l'activité économique au pays cette année. La croissance rapide des agrégats monétaires au sens étroit corrobore ce pronostic.

Compte tenu du dynamisme de la demande globale, la Banque a révisé à la hausse ses prévisions relatives au taux de croissance de l'économie canadienne et s'attend maintenant à ce que celui-ci se situe à l'intérieur d'une plage de 4 à 4,5 % en 2000. Un tel essor entraînerait une intensification des pressions sur la capacité de l'économie. Par conséquent, on s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence monte près du point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. Pour que l'inflation mesurée par cet indice se maintienne aux alentours de 2 %, le rythme global de l'expansion économique au Canada devra se ralentir en 2001. Cela suppose à la fois une décélération de l'expansion

économique aux États-Unis et un tassement de la croissance de la demande intérieure au Canada.

On prévoit que le taux d'augmentation de l'IPC global descendra près de celui de l'indice de référence. Si le prix mondial du baril de pétrole brut continue d'avoisiner 25 \$ É.-U., ce mouvement devrait s'amorcer durant le deuxième trimestre de l'année.

Les principaux risques qui pèsent sur ces prévisions sont la possibilité que la demande globale de biens et services canadiens demeure plus vigoureuse que prévu tant aux États-Unis qu'au pays et celle que les pressions inflationnistes s'accroissent chez notre voisin du sud. Il se peut que la capacité de production de l'économie canadienne soit supérieure en 2000 et 2001 aux prévisions de la Banque, mais celle-ci hésite à tabler sur un taux de croissance durablement plus élevé de la production potentielle.

Le défi qui se posera aux autorités monétaires sera d'évaluer avec soin où se situe l'équilibre entre l'offre et la demande globales dans ce contexte de forte croissance de la demande et de niveaux élevés d'activité. Pour que la tendance de l'inflation se maintienne au bas niveau qui s'est avéré bénéfique à l'économie canadienne, la Banque doit se tenir prête à modifier en temps opportun les conditions monétaires.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en mai et en novembre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en août et en février. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, Services de communication, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@bank-banque-canada.ca;
site Web : <http://www.bank-banque-canada.ca>

CA1
FN73
M56

Government
Publications

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— November 2000 —



The 1998 sterling silver proof dollar featured on the cover was designed by Adeline Halvorson and commemorates the 125th anniversary of the founding of the North-West Mounted Police. At the time of Confederation in 1867, Canada consisted of only four eastern provinces. In 1870, the government acquired a huge expanse of land from the Hudson's Bay Company. Plans to open the region to settlement required the suppression of the whisky trade and the establishment of peaceful relations with the Native peoples. In May 1873, the North-West Mounted Police force was created to bring law, order, and Canadian authority to the western frontier. The reverse of the coin features a mounted member of that early force, which, in 1920, became the Royal Canadian Mounted Police. The obverse bears the effigy of Her Majesty Queen Elizabeth II by artist Dora de Pédery-Hunt.

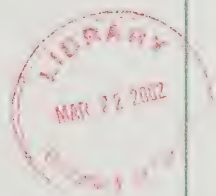
Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

3830
CN ISSN 1201-8783

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— November 2000 —



*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
Gordon Thiessen, Malcolm Knight, Charles Freedman, Paul Jenkins,
Tim Noël, Sheryl Kennedy, and Pierre Duguay.*

One of the most important lessons that monetary authorities have learned through this process of analysis and experimentation is that there is no virtue or advantage in vague policy objectives and complex operating procedures. . . . Monetary policy does not need to be cloaked in secrecy or artificial intricacies to be effective. What is needed to get the job done are one clear objective and one simple instrument.

*Gordon Thiessen
Governor of the Bank of Canada
Lecture to Faculty of Social Science
University of Western Ontario
17 October 2000*

CONTENTS

1. Introduction	5
2. Recent Developments in Inflation.	6
Inflation and the target range	6
Factors at work on inflation	11
3. Achieving the Inflation-Control Targets.	19
4. The Outlook for Inflation.	24
International background	24
Aggregate demand and supply in Canada ..	25
Measures of inflation expectations	26
Other factors affecting inflation	28
Other indicators of inflation pressures	28
Monetary and credit indicators	29
Inflation projection	32
5. Conclusions	33
Bibliography.	34

CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in income and employment.

The monetary policy instrument

- As of December 2000, announcements regarding the Bank's policy instrument—the Bank Rate, which establishes the top of the operating band for the overnight interest rate—will take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting the Bank Rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target range. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in monetary conditions is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. In December 1993, this target range was extended to the end of 1998. In February 1998, it was extended again to the end of 2001.
- By the end of 2001, the government and the Bank plan to determine the long-run target for monetary policy consistent with price stability.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of food and energy, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on the CPI excluding food, energy, and the effect of changes in indirect taxes. This measure is referred to as the *core* CPI.
- Over longer periods, the measures of inflation based on the total CPI and the core CPI tend to follow similar paths. In the event of anticipated persistent differences between the trends of the two measures, the Bank would adjust its desired path for core CPI inflation so that total CPI inflation would come within the target range.

1. INTRODUCTION

Over the last six months, most countries have continued to register strong economic growth. Recoveries have taken hold in many emerging-market countries, and the Japanese economy, while still fragile, is showing more consistent evidence of sustained expansion. In the euro area, growth has continued at a strong pace. The U.S. economy has also remained robust, but increases in official interest rates have contributed to some recent slowing.

The other major development internationally has been the sharp rise and volatility in world oil prices. Higher energy prices have already pushed up headline inflation rates in most countries and are likely to moderate the pace of economic expansion somewhat both this year and next.

The combination of strong global demand and increased likelihood that oil prices will remain above previously expected levels has heightened the risk that inflation rates in major industrial countries will continue to move up. The prospect of higher inflation has already prompted many central banks to increase official interest rates.

In Canada, output growth in the first half of 2000, at a rate of about 5 per cent, exceeded expectations. Despite this robust expansion, the trend of inflation has continued to come in below expectations. While there are signs that the economy has begun to slow, the momentum of demand is still expected to increase pressures on capacity and to raise core inflation to the midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent target range, but this is now expected to occur later in 2001.

In this environment, there are three main areas of uncertainty for Canada's economic outlook: demand growth in the United States, the current level and prospective growth of Canada's production capacity, and world energy prices. Continued robust expansion of U.S. demand for Canadian exports could lead to inflationary pressures here. However, recent productivity gains and brisk investment in machinery and equipment raise the possibility that the economy's production potential may be higher than that incorporated into the Bank's outlook. Finally, the longer energy prices remain high, the greater the risk that they could feed into the prices of other goods and services and into inflation expectations.

Demand continues to strengthen worldwide . . .

. . . increasing the risk of higher inflation.

Despite robust growth in the Canadian economy, core inflation has remained stable.

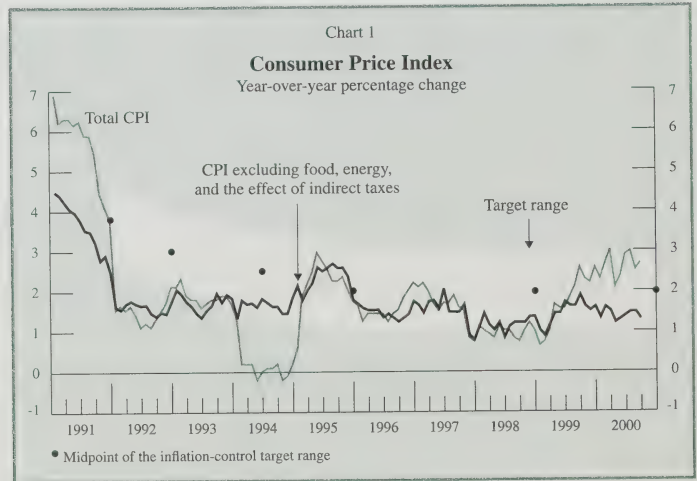
2. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

Core inflation has been lower than projected in the May Report.

While the inflation-control target range is specified in terms of the total consumer price index (CPI), for the purpose of policy implementation the Bank uses the CPI excluding food, energy, and the effect of changes in indirect taxes—the core CPI—as its operational guide (Technical Box 1). Since last March, core CPI inflation has remained in the lower half of the Bank's inflation-control target range and somewhat below the level projected in the May Report. At the same time, because of further substantial increases in energy prices, the rate of increase in the total CPI has continued to be well above that of core inflation.

Inflation and the target range

The 12-month rate of increase in the core CPI was 1.3 per cent in September, compared with 1.5 per cent in March (Chart 1). Other statistical measures of the trend rate of inflation continued to bracket the core rate (Chart 2).



The persistent, unexpectedly low level of core inflation is still concentrated in the prices of durable and semi-durable goods. The prices of these import-intensive items fell over the past year, despite modest increases in the prices of imported non-energy consumer goods. This suggests that the phenomenon of a reduced pass-through of changes in the exchange rate to consumer prices

Technical Box 1

Total CPI, Core CPI, and Monetary Policy

The inflation-control targets established jointly by the government and the Bank of Canada are expressed in terms of the year-over-year rate of increase in the total CPI. This is the best available measure of the cost of living for most Canadian households and the most familiar and broadly accepted index of aggregate prices.

Although the targets are specified in terms of the total CPI, the Bank uses the core CPI—CPI excluding food, energy, and the effect of changes in indirect taxes—as the basis for policy actions. Core CPI inflation is, therefore, the *operational target* for monetary policy.

To a significant extent, short-run movements in the total CPI are caused by fluctuations in food and energy prices. Fluctuations in food prices, particularly for fresh fruit and vegetables, are often driven by weather-related supply disturbances. Energy prices, particularly gasoline and fuel oil, have been highly sensitive to shifts in the balance between the world demand and supply of energy commodities. Typically, these variations in food and energy prices have only a temporary effect on inflation. Similarly, level changes in indirect taxes, such as the tobacco tax cut in 1994, affect the year-over-year rate of increase of consumer prices for only one year (Chart 1). By removing these transitory influences, core CPI inflation provides a better measure of the underlying trend in inflation and is therefore a more appropriate guide for policy.¹ Monetary actions work slowly, and their effects are spread over one to two years. Efforts to counter temporary variations in the total CPI would be counterproductive, leading to greater volatility in interest rates and, hence, in economic activity, and potentially less stability in inflation over the medium term.

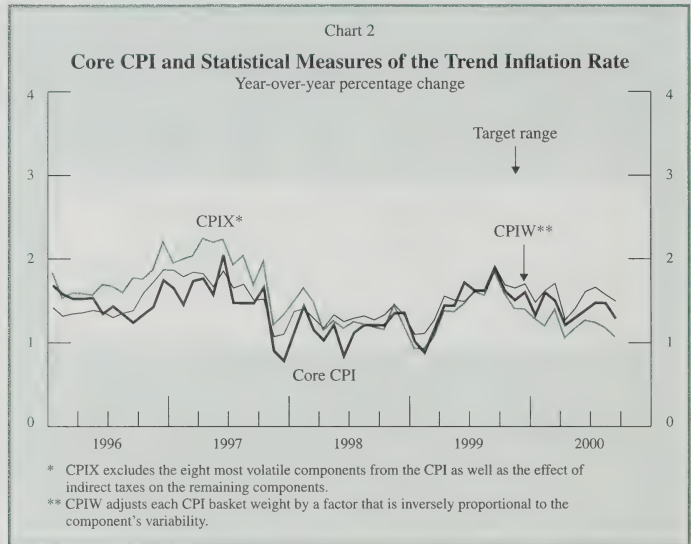
Provided fluctuations in food and energy prices and changes in indirect taxes have only temporary effects on inflation, the total and core measures of the CPI will move in a similar fashion over the medium term. Thus, achieving the target inflation rate for the core CPI for a sustained period of time should, in most cases, produce a similar outcome for the rate of increase in the total CPI. In the event of anticipated persistent differences in the trends of the two measures, the Bank would adjust the desired path for the core CPI so that the total CPI would come within the target range.²

By using the core CPI as its operational target, the Bank is accommodating the first-round effects of changes in food and energy prices and indirect taxes on the total CPI. It will not, however, accommodate second-round influences on prices that result from the spillover of the first-round effects to inflation expectations. Despite the sharp rise in energy prices over the past year, there is to date no evidence of such second-round effects on core CPI inflation, but the Bank will continue to monitor the evidence closely.

1. Alternative measures of underlying inflation have also been developed based on the statistical properties of the CPI components. Two of these alternative measures—CPIX and CPIW—are shown in Chart 2. See Laflèche (1997) for a discussion of these alternatives.

2. See Bank of Canada (1991b).

is continuing (Technical Box 2). Competitive pressures in the retail sector have also remained intense and have contributed to discounting—especially on motor vehicles and household appliances. More generally, the resulting negative surprise in core inflation is also consistent with the continued presence of some slack in product markets during the first half of the year.



Energy prices have pushed up the total CPI...

Although core CPI inflation has remained stable, the rate of increase in the total CPI has fluctuated between 2 per cent and 3 per cent over the past six months. Both the variability and the net upward movement in the rate of increase in the total CPI largely reflect surging energy prices. Strong growth in the global demand for oil, together with only modest increases in world production, has resulted in sharply higher oil prices. This has pushed up the retail prices of both gasoline and fuel oil.¹ A jump in natural gas prices at the producer level has also contributed to a marked rise in prices at the consumer level.

... but have had little impact on core inflation.

Despite these broad-based energy-price increases, the first-round effects of higher energy costs on the core CPI remain small, and there is no evidence of second-round effects from inflation expectations. The effect of the energy price increases on the level of the core CPI is estimated to have been less than 0.2 per cent

1. The current basket weights of the CPI energy components are: gasoline and fuel oil, 4.51 per cent; natural gas, 1.02 per cent; and electricity, 2.65 per cent.

Technical Box 2

Reduced Pass-Through into the Core CPI

The underlying trend of inflation is determined by inflation expectations and by the balance between overall demand and supply in the economy. In the short run, however, both the core and total CPI are also affected by changes in the relative prices of key goods and services, either directly or indirectly. Two particularly important relative prices are the exchange rate—the relative price of the Canadian dollar vis-à-vis other currencies—and the prices of energy commodities relative to other goods and services.

The impact of persistent changes in the exchange rate on the core CPI has traditionally been estimated at about 20 per cent of the percentage change in the Canadian dollar. This corresponds roughly to the import content of the 1986 core CPI basket of goods and services. Since the import share of the core CPI has risen from about 15 per cent in 1976 to about 27 per cent in 1997, one might have expected the direct effect of the *pass-through* of exchange rate changes to the core CPI to have risen as well. Instead, it seems to have diminished since the mid-1980s, based both on econometric evidence and on event analysis.¹ Two episodes of significant Canadian dollar depreciation (the first between the fourth quarter of 1991 and the end of 1994, and the second between mid-1997 and the end of 1998) indicate that the cumulative percentage change in the prices of goods with high import content was much less than would have been expected based on the exchange rate movement and the change in the price of comparable goods in the United States.² Studies of major depreciations in other countries (such as the United Kingdom and Sweden) have also found relatively little exchange rate pass-through to consumer prices during the 1990s (Cunningham and Haldane 1999).

Various explanations for the low exchange rate pass-through in the first half of the 1990s, such as the effects of major restructuring in the retail sector, were put forward. These explanations are less useful in explaining why low pass-through is apparently continuing in Canada and why it has been a common experience in many industrial countries. It may well be that the low-inflation environment itself is changing price-setting behaviour. When inflation is low, and the central bank's commitment to keeping it low is highly credible, firms are less inclined to quickly pass higher costs on to consumers in the form of higher prices. Indeed, empirical evidence suggests that lower inflation has reduced the persistence of inflationary shocks (Taylor 2000). If changes in relative costs and prices, such as fluctuations in the cost of imported goods and services, are not viewed as persistent, they are less likely to affect inflation expectations and, hence, the longer-term inflation rate.

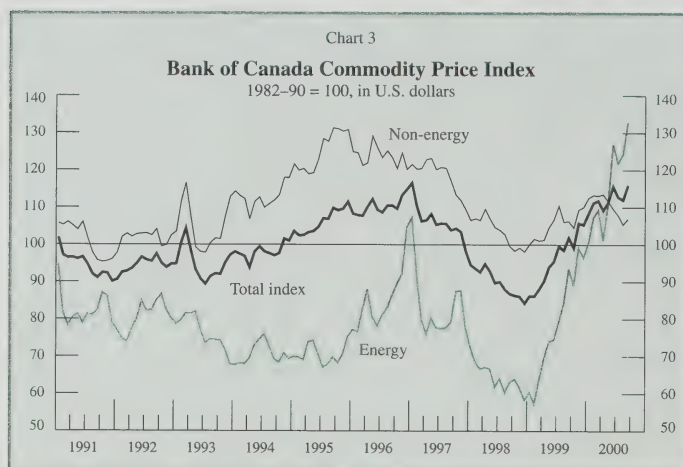
The low-inflation environment may also have implications for the lower pass-through of energy prices into core inflation, although empirical evidence on this is limited. To date, the pass-through into the core CPI of the sharp rise in crude oil prices since late 1998 has been small when compared with the estimated long-run effect.³ For example, the increases in the prices for air and truck transportation have been smaller than would have been predicted on the basis of the share of energy costs in the total costs of these services.

1. Fillion and Léonard (1997) found that the exchange rate pass-through coefficient in a Phillips-curve model was considerably higher during the high-inflation period of 1974–82 than during times of low inflation. This has been confirmed in an updated estimation of the model.

2. For a discussion of the first episode, see Laflèche (1996–97).

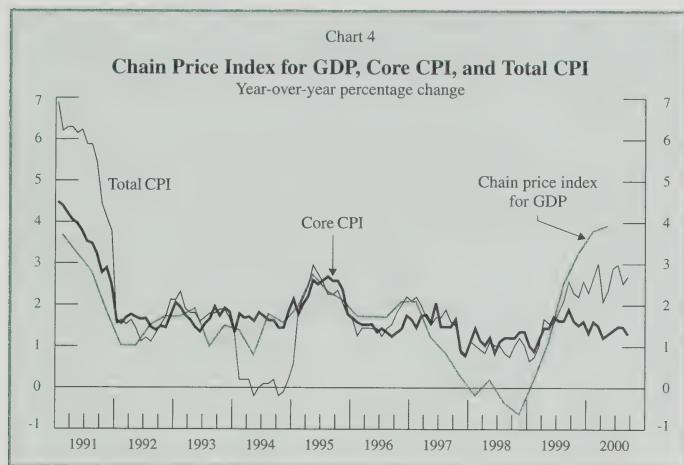
3. See Technical Box 1 in the May 2000 *Report* for a discussion of the estimated long-run effects.

since the end of 1998 and less than 0.1 per cent over the past year. This increase largely reflects first-round cost-based effects on the prices of interurban transportation. The phenomenon of low pass-through, also evident in the effects of exchange rate changes on the core CPI, may partly reflect the increased credibility of low-inflation policies (Technical Box 2).



After rising considerably in 1999 and into early 2000, the prices of non-energy commodities have eased since the beginning of May, in spite of the continued strong expansion of the global economy (Chart 3). The appreciation of the U.S. dollar against major currencies has been an important factor impeding further recovery in the U.S. dollar price of many commodities. Moreover, ample supplies have led to a decline in the prices of agricultural commodities. Lumber prices have also come under considerable downward pressure, because of slower growth in U.S. construction activity and excess capacity in the industry.

The substantial gains in the prices of Canada's energy commodity exports over the past year, together with the increase in the prices of non-energy commodities through to the end of the first quarter of 2000, largely explain why the annual increase in the chain price index for GDP (a broad price measure of the goods and services produced in Canada) remained well above that of core inflation at mid-2000 (Chart 4). Federal pay-equity payments also boosted the level of the chain price index for GDP by about 0.6 per cent in the second quarter.

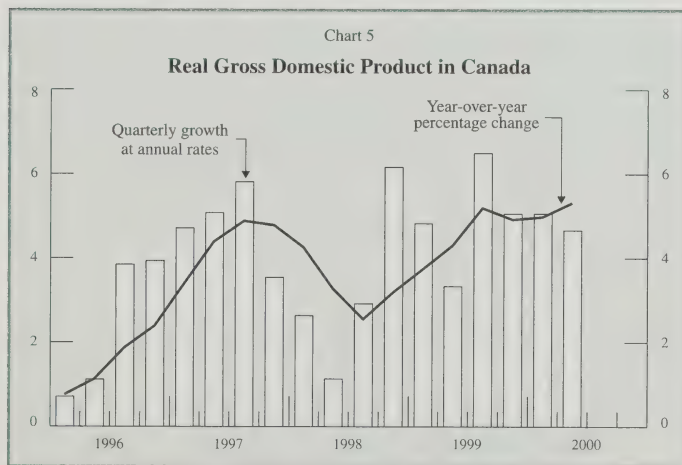


Factors at work on inflation

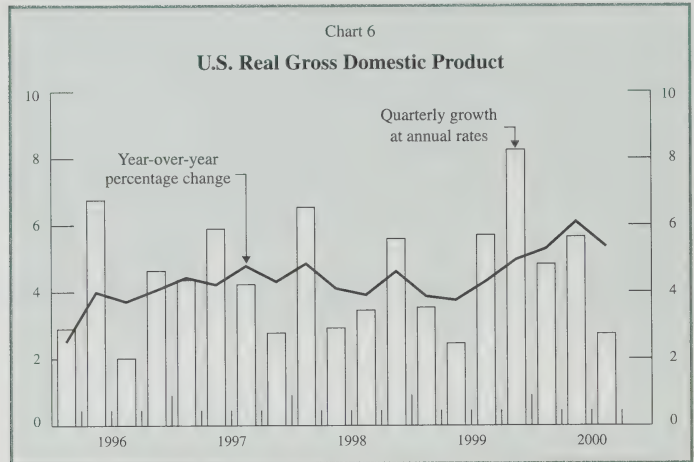
Aggregate demand

After a gain of 5.8 per cent at an annual rate in the second half of 1999, Canada's real GDP rose at 4.9 per cent in the first half of 2000 (Chart 5). Thus, while growth eased slightly, it was still strong and well above the growth of potential output. This growth in economic activity was led by increases in exports and in business investment in machinery and equipment. For the third quarter of 2000, current information points to continued robust growth in a range of 3.5 to 4.5 per cent.

Real GDP growth remained well above that of potential output.



After growing rapidly in the first half of 2000, the U.S. economy slowed in the third quarter (Chart 6). Although growth of investment in equipment and software fell from the levels seen in previous quarters, it remained strong.



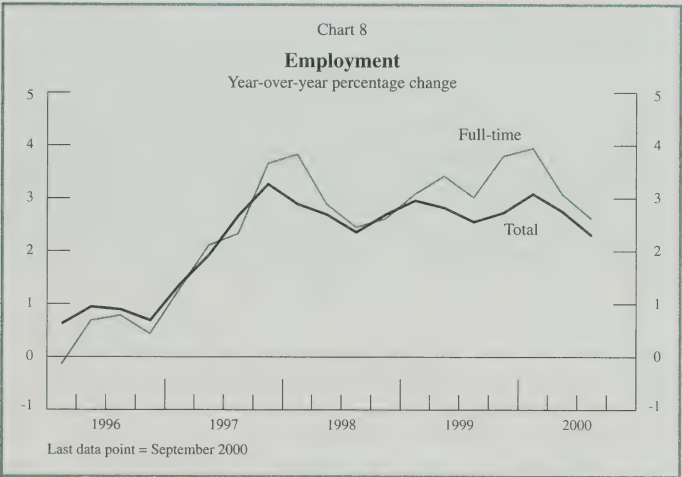
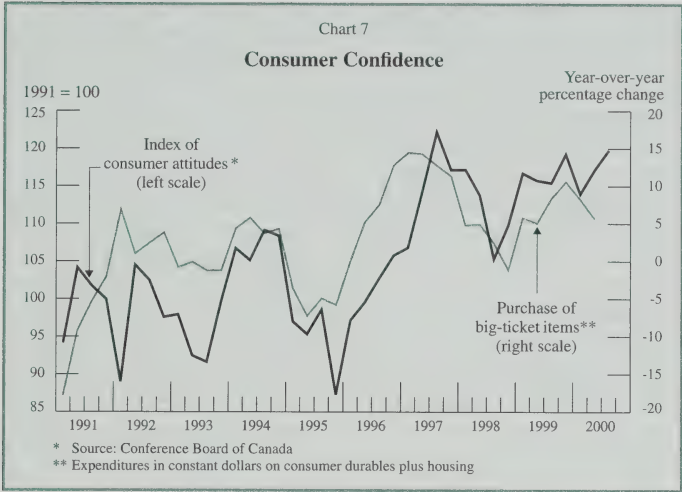
With solid U.S. aggregate demand and the favourable competitive position of Canadian industry, growth in Canada's exports, particularly shipments of high-technology equipment, remained buoyant in the first half of 2000. A further expansion in the volume of commodity exports also contributed to growth. Early information suggests that exports expanded less rapidly in the third quarter.

Gains in household spending continued to be substantial.

High levels of consumer confidence and further gains in real disposable income supported household spending in Canada, which continued to grow substantially in the first two quarters of 2000, although at a slower pace than in the second half of 1999 (Chart 7). In particular, expenditures on interest-sensitive items such as housing and motor vehicles fell back in the first half of the year. Information to date, however, suggests that spending on these big-ticket items recovered in the third quarter.² The increase in real personal income was supported by further gains in employment (Chart 8) and by the one-time effect of the federal pay-equity settlements.³

2. Some of the decline in construction activity (both residential and non-residential) in the second quarter of 2000 was the result of a labour dispute in the Toronto area.

3. The federal pay-equity settlements are estimated to have added about 0.7 per cent to the level of personal income in the second quarter of 2000.



Capital expenditures by businesses rose rapidly in the first six months of this year, supported by further marked gains in profitability and high levels of confidence. Spending on machinery and equipment continued to soar, with growth in the first half of the year averaging over 23 per cent at an annual rate, up from the 16 per cent rate registered in the second half of 1999. This sustained increase in investment reflects the continued surge in demand for computers and related high-technology equipment.

Investment in machinery and equipment continued to soar...

Spending on structures, especially by the oil and gas sector, also rose considerably in the first half of this year. Early indicators for the third quarter of 2000 point to further robust investment growth.

Against a background of vigorous demand, inventory investment edged down in the first half of 2000, suggesting that some of this strength was unanticipated.

... contributing to another marked gain in import volumes.

Imports continued to expand sharply in the first six months of 2000, chiefly because of the heavy business investment in machinery and equipment. Imports of industrial materials also rose considerably because of the marked increase in output needed to meet buoyant export demand.

Since imports rose somewhat less than exports, the trade surplus was up slightly in volume terms. The terms of trade increased still further, largely because of rising energy prices. Thus, the current account balance (in dollar terms) improved considerably in the first half of this year, averaging a surplus of 1.7 per cent of GDP. Preliminary data suggest that the current account position in the third quarter of 2000 likely remained strong, with further gains in the terms of trade offsetting a reduction in the real trade balance.

Cost control

Wage increases appear to have risen to about 3 per cent.

Wage developments are particularly important when monitoring changes in aggregate costs, since labour costs account for more than half of total costs. According to available indicators, wages appear to have increased by about 3 per cent in the first half of 2000. Given recent growth in labour productivity, the underlying rise in labour costs remains consistent with core inflation staying well within the inflation-control target range.

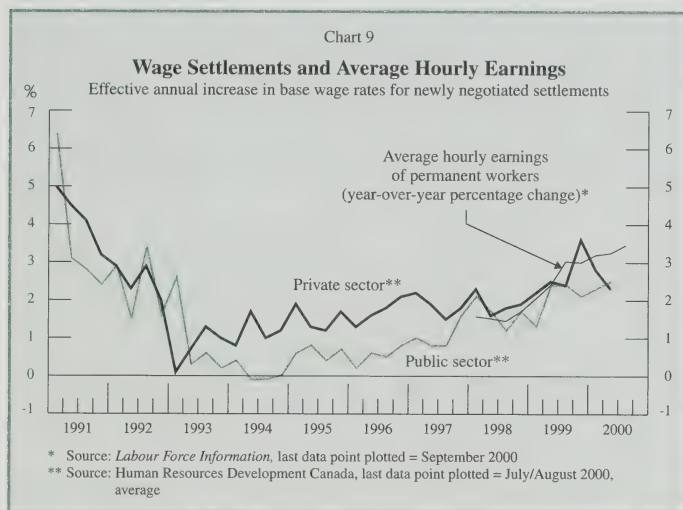
The year-over-year increase in the average hourly wage (excluding overtime) for permanent workers was 3.5 per cent in the third quarter of 2000, up from 3.0 per cent in the fourth quarter of 1999. Another broad measure of wage change, the underlying year-over-year increase in labour income per person-hour, was about 3 per cent in the second quarter of 2000.⁴ The average annual wage increase in the unionized private sector was 2.3 per cent in the first eight months of 2000, down slightly from the average gain of 2.6 per cent last year (Chart 9).

4. The underlying year-over-year rise in labour income per person-hour excludes the effect of the federal government pay-equity settlements, which added 1.1 per cent to the level of aggregate labour income in the second quarter.

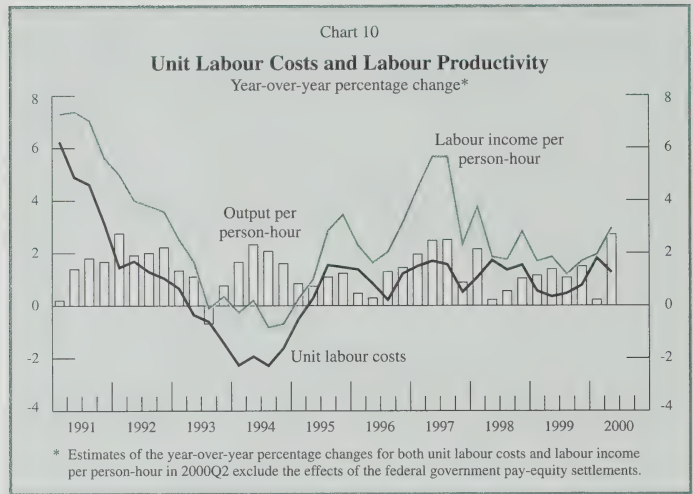
Labour productivity, as measured by output per person-hour, strengthened considerably in the first half of 2000, increasing by over 2.5 per cent from the second quarter of 1999 to the second quarter of 2000 (Chart 10). The substantial gains in business expenditures on machinery and equipment in recent years may be starting to affect the trend rate of labour productivity growth.⁵ This improvement in the growth of output per worker helped hold the increase in unit labour costs (excluding the effect of the federal pay-equity settlements) at mid-year to just over 1 per cent on a year-over-year basis.

With growth in labour productivity strengthening...

... underlying unit labour costs rose only modestly.



5. Much of the growth in real GDP over the past year has been concentrated in high-technology goods and services, the prices of which have fallen considerably since 1992. The resulting contribution to aggregate growth from these high-technology items is overstated in the standard real GDP measure, which currently values output at 1992 prices. If the chain Fisher volume index for GDP were used instead—as is done for U.S. real GDP—the year-over-year rise in output per person-hour in the second quarter of 2000 would be reduced to 2 per cent. Nevertheless, whichever measure of aggregate output is used, the growth of labour productivity over the past year is well above the trend annual rate of growth over the 1975–99 period of about 1 per cent.



Estimated pressures on capacity

The latest data provide a more optimistic assessment of the current level and prospective growth of potential output. At the time of the *May Report*, various indicators suggested that the Bank's conventional estimate of potential output may have been underestimating the actual amount of aggregate capacity in the Canadian economy. The most recent update of this measure of potential output (Technical Box 3) now suggests that the Canadian economy was operating slightly below capacity output at the end of 1999, instead of close to three-quarters of one per cent above its production capacity, as indicated in the last *Report*.

Nonetheless, the revisions to the conventional measure now suggest that the economy may have moved into a position of excess demand in the first half of 2000, since aggregate output growth continued to outstrip the estimated expansion of capacity (Chart 11).

As always, it must be emphasized that there is a large degree of uncertainty around these estimates of the output gap. And since the conventional measure adjusts with a lag, it carries an upside risk at times of increased technological change. Adding to this risk is the surge in investment in computer and information technology since 1996 and the more intense restructuring of Canadian businesses in the 1990s.⁶ Therefore, the Bank follows a broad range of capacity indicators.

6. Kwan (2000) discusses the results of a recent survey of firms undertaken by Bank of Canada regional representatives to compare restructuring initiatives in the 1980s and the 1990s.

While the conventional measure of potential output suggests that the economy has moved into excess demand . . .

Technical Box 3

Revisions to the Conventional Measure of Potential Output

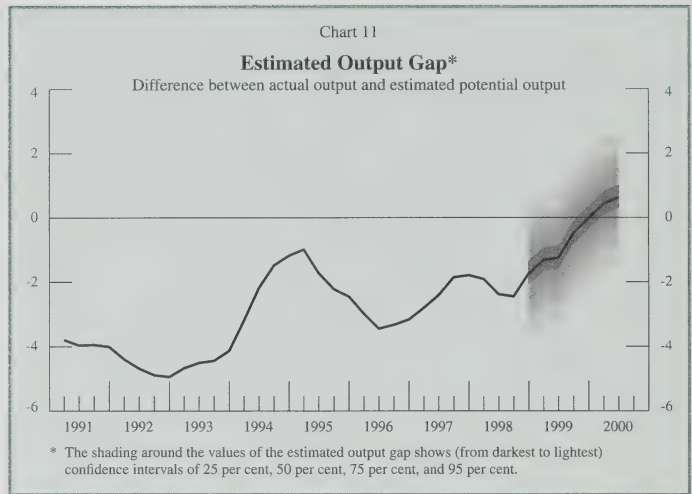
Potential output is the sustainable level of goods and services that the economy can produce without adding to inflationary pressures. Because potential output is not directly observable, it must be estimated. At the Bank, estimates of potential output are constantly updated on the basis of new data and results of ongoing research that attempts to identify trends in the determinants of potential output.

The most recent update of the Bank's conventional measure of potential output provides a more optimistic assessment of the economy's production capacity than was given in the *May Report*. The updated measure suggests that the economy was likely just below production capacity at the end of 1999. This upward revision to the level of potential output comes from a higher assessment of the trends in both labour availability and labour productivity growth in light of revised GDP data and recent developments in wage and price inflation.

The reassessment of the historical trend in labour availability partly reflects the strong rebound in the labour market since 1997, which has occurred without generating significant cost pressures. In particular, estimates of trend participation rates for youth and older workers were revised upwards in light of the stronger-than-anticipated rebound in labour force participation rates for these groups. Structural reforms in labour markets have also likely increased labour availability. In addition, a review of the recent growth in labour productivity suggests that its trend has been higher than previously estimated. However, the rebound in productivity growth remains within a normal range of variation.

The higher trends in the growth of labour availability and labour productivity, when combined with continued strong capital investment, raise the conventional projection for the growth rate of potential output in 2000, and over the next several years, to the 2.75 to 3.25 per cent range. This is higher than the 2.5 to 3.0 per cent range given in the *May Report*.

The conventional measure of potential output will continue to be updated as new information becomes available. Nevertheless, because of its reliance on historical data, the conventional measure adjusts to shifts in underlying trends with a lag. At a time of rapid technological change, this imparts an upside risk to conventional estimates of potential output. Judgments on the level of potential output relative to actual GDP must therefore rely on a broader set of capacity indicators and measures of inflationary pressures.



... there is still a risk that this measure underestimates the economy's production capacity.

Some of these other indicators suggest that there was still slack in product markets during the first six months of this year. Chief among them is the fact that core inflation has been lower than expected. Furthermore, the ratio of unfilled orders to shipments in the manufacturing sector was largely unchanged over the past year and is below the level reached in 1998. In addition, robust growth in labour-force participation appears to be increasing the supply of labour as fast as demand, and underlying increases in unit labour costs have remained low.

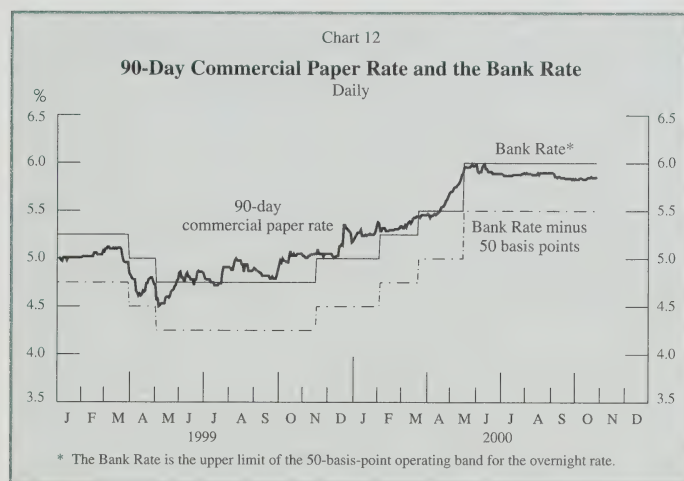
A number of other indicators are more consistent with the view that the economy has now moved into excess demand. The measured rate of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector in the second quarter of 2000 was above the level reached in the late 1980s. There have also been reports of shortages of skilled labour, especially in the engineering, construction, transportation, and hospitality sectors. And there is a risk that, because of the increased credibility of low-inflation policies, pressures on capacity may now take longer to be reflected in actual price and wage developments.

Overall, the weight of the evidence does not confirm the view that the economy had moved into excess demand by mid-year, but it points to an economy that is operating close to full capacity.

3. ACHIEVING THE INFLATION-CONTROL TARGETS

On 17 May, soon after the release of the *May Report*, the Bank of Canada raised the Bank Rate by 50 basis points to 6 per cent (Chart 12). This action was deemed necessary to keep the future trend of inflation near the midpoint of the Bank's target range of 1 to 3 per cent so that the Canadian economy could continue to grow at a sustainable rate. Since November 1999, the Bank Rate has risen by 125 basis points from the 4.75 per cent level maintained through much of last year.

The Bank raised short-term interest rates by 50 basis points to keep trend inflation within the target range.



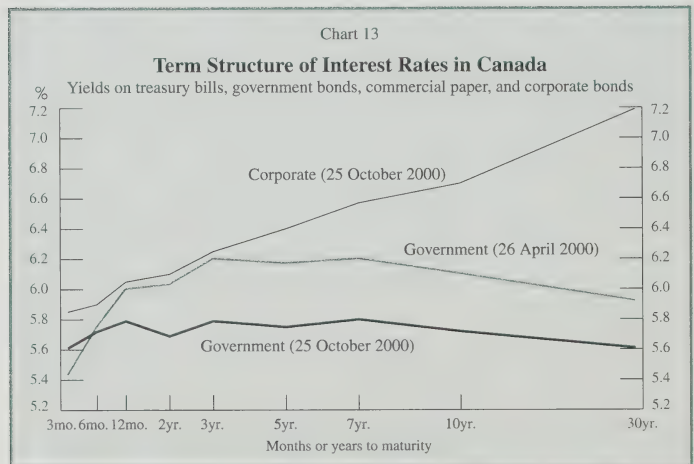
The Bank's action in May, which followed a similar move by the U.S. Federal Reserve, was prompted by concerns about future pressure on capacity limits arising from strong international and domestic demand for Canadian products. Since the United States is a major source of demand for Canadian exports, the Fed's action in response to rapid growth in that economy underscored the continued risk that U.S. demand and inflation pressures could spill over into Canada. The Bank's decision to follow the Fed's move reflects the current similarities in cyclical conditions in the two countries, particularly the strong growth rates of aggregate demand. There are, nevertheless, some significant differences between the two. Since core inflation is lower in Canada than in the United States and since our economy has not been growing as quickly, or for as long, as theirs, the target for the Canadian

overnight rate remains 75 basis points below the U.S. target rate for federal funds.

The timing and magnitude of policy rate increases in both countries had been widely expected in financial markets, so that most of the rise in 90-day commercial paper rates occurred prior to the central bank actions. Since then, 90-day paper rates have declined slightly, and financial market participants now generally expect rates to remain steady over the next few months. Market participants interpret recent data as indicating that the U.S. economy is slowing down, and they appear to believe that productivity gains will raise potential growth in both countries, reducing the need for further interest rate hikes.

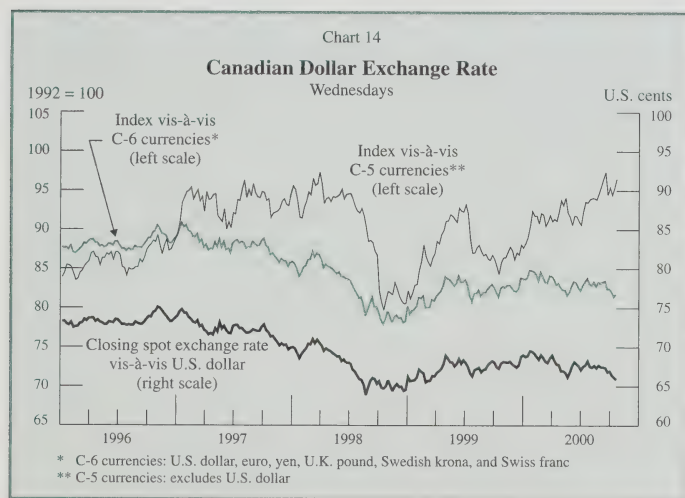
Bond yields declined as markets perceived lower inflation risks after central bank moves.

North American bond yields declined following the central bank moves, as tighter monetary conditions reduced the perceived risk of an increase in inflation. More recently, rising uncertainty in global financial markets has pushed U.S. yields down relative to Canadian yields, and Canada/U.S. spreads have turned slightly positive for maturities of 5 to 10 years. While actual and anticipated reductions in government debt continue to put downward pressure on long-term government bond yields, the inversion of the yield curve for longer-term bonds is slightly less pronounced than it was at the time of the *May Report*. The yield curve for Canadian corporate bonds, which has been less affected by the reduced supply of government debt, continues to have a normal positive slope (Chart 13).



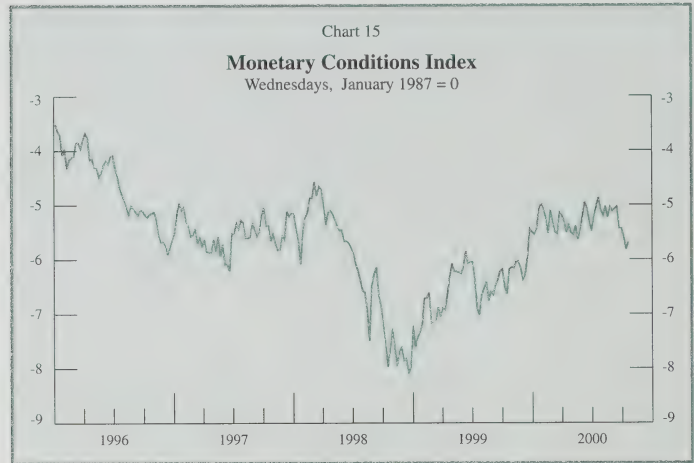
The Canada/U.S. exchange rate has generally fluctuated between 65.3 and 68.3 cents (US) since the *May Report* (Chart 14). The Canadian dollar has been affected by shifts in market expectations concerning the relative strength of the Canadian and U.S. economies, the prospects for Canada/U.S. interest rate differentials, and the recent volatility in global financial markets. Recent weakness in the prices of non-energy commodities may also have negatively affected the Canadian dollar. However, a low and stable inflation environment, the strength of real GDP, and the large current account surplus recorded in the second quarter have provided support to the Canadian dollar. The U.S. dollar has remained strong against most major currencies, as the U.S. economy continues its robust growth with low inflation and substantial productivity gains. More recently, it strengthened further, as nervous global investors have sought out U.S. assets. The Canadian dollar has also risen strongly against most other major currencies, gaining about 5 per cent against the British pound sterling since the beginning of the year and about 12 per cent against the euro.

While fluctuating against the U.S. dollar, the Canadian dollar has appreciated sharply against other major currencies.



During most of the past six months, the Bank's monetary conditions index fluctuated in a range of -5.5 and -5.0. More recently, it has been in the -5.5 to -6.0 range, reflecting the fluctuation of the Canadian dollar against the U.S. dollar (Chart 15).

Beginning in December, the Bank is adopting a new system of pre-set dates for implementing Bank Rate changes (Technical Box 4). The new system will improve the implementation and effectiveness of monetary policy by focusing attention on Canadian economic conditions and fostering a better understanding of central bank decisions.



Technical Box 4

Fixed Announcement Dates for Monetary Policy Actions

The Bank is adopting a new system of eight “fixed” or pre-specified dates each year for announcing changes to the Bank Rate. This system replaces the current approach in which the Bank Rate can be adjusted on any business day. Beginning with the first fixed announcement date in December, the Bank will be issuing a press release at 9 a.m. on each of the eight fixed dates, whether or not there is a change in the Bank Rate, to explain the key factors behind the decision. A system of eight dates is consistent with the flow of information that the Bank uses to gauge changing trends in the economy. Under the new system, the Bank retains the option of intervening between fixed dates, although it would exercise this option only in extraordinary circumstances.

The Bank believes that fixed announcement dates will make monetary policy more effective. Fixed dates will reduce the uncertainty in financial markets associated with not knowing exactly when a Bank Rate change may be announced and should contribute to the improved functioning of financial markets. With eight additional opportunities for the Bank to report on the economy and monetary policy, the new system should help market participants and the public to better understand the Bank’s assessment of the economic situation in Canada and to anticipate the direction of monetary policy. In addition, since the Bank’s schedule of fixed dates will differ from that of the Federal Reserve, more attention will be focused on Canadian economic and monetary circumstances leading to monetary policy decisions. Fixed dates will also provide a regular opportunity to emphasize the medium-term perspective of monetary policy and will generally increase the Bank’s transparency, accountability, and dialogue with the public.¹

Schedule of Upcoming Announcement Dates

Tuesday 5 December 2000
Tuesday 23 January 2001
Tuesday 6 March 2001
Tuesday 17 April 2001
Tuesday 29 May 2001
Tuesday 17 July 2001
Tuesday 28 August 2001
Tuesday 23 October 2001
Tuesday 27 November 2001

1. For more information on fixed dates, see the Bank’s press releases of 19 September and 30 October 2000.

4. THE OUTLOOK FOR INFLATION

Our analysis suggests that core CPI inflation in Canada will gradually rise and reach the midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent target range in the second half of next year. Assuming that world oil prices do not rise further from the high levels observed in recent months, the annual rate of increase in the overall CPI is expected to decline gradually towards the 2 per cent mark over that period. However, several key uncertainties surround this projection.

International background

Strong global economic growth and higher energy prices are tilting the balance of risks towards increased inflation pressures.

Since mid-1999, global economic growth has become more synchronized and is showing strong momentum. This development is tilting the balance of risks towards greater inflation pressures and could lead to increases in policy-determined interest rates in some countries. Higher energy prices have not yet had a significant impact on world output growth. The longer energy prices remain high, however, the more likely it is that they will adversely affect growth in countries dependent on oil imports. High energy prices also add to the inflation risk through their possible effect on inflation expectations in some countries. On the other hand, credibility gains made by various monetary authorities in recent years should help reduce this risk.

The recovery of many emerging-market economies from the 1997-98 financial crisis continues. Strong increases in the volume of exports, particularly to the United States, initially accounted for much of the recovery in these economies. More recently, however, domestic demand has strengthened significantly.

Economic activity in Europe is expected to remain solid.

In the euro area, the pace of real GDP growth stabilized at about 3.5 per cent in the first half of 2000, and activity is expected to remain solid in coming quarters as domestic demand firms and the depreciation of the euro exerts a stimulative effect on exports. The Bank expects real GDP growth in the euro area to be around 3.5 per cent in 2000 and 3 per cent in 2001.

The Japanese economy is improving but remains fragile.

The Bank of Japan raised its target for the overnight interest rate to 0.25 per cent in August, thus moving away from its "zero-interest-rate policy." The reduction in monetary stimulus was motivated by the surge in output growth in the first half of 2000 led by strong business investment and buoyant demand for Japanese exports. The Japanese economy is still fragile, however: the financial sector requires further restructuring, and household spending remains weak. Japan's recovery could be particularly

affected by high oil prices because of its dependence on imported oil. The Bank expects real GDP growth in Japan to be about 2 per cent in 2000 and 1.5 per cent in 2001.

Although the momentum of aggregate demand in the U.S. economy remains strong, recent data indicate that overall growth has slowed, particularly in housing and non-residential construction. While past interest rate increases are expected to further moderate growth, the high level of economic activity and a tight labour market continue to pose an inflationary risk. Real GDP growth in the United States is expected to be about 5 per cent in 2000 and 3.0 to 3.5 per cent in 2001. While higher oil prices could further reduce U.S. real GDP growth, they could also prompt higher interest rates if inflation expectations are affected.

Even with modest recourse to the U.S. strategic petroleum reserve, crude oil prices are expected to remain relatively firm through the winter but may ease as warmer weather arrives. Prices for non-energy commodities are expected to move up, in line with growth in global demand.

The U.S. economic expansion is slowing.

Non-energy commodity prices should recover modestly.

Aggregate demand and supply in Canada

Economic prospects for the United States are an important element in the economic outlook for Canada. In particular, growth in Canadian exports is expected to ease over the next 18 months, in line with the projected slowing of the U.S. expansion. Reduced stimulus from the earlier depreciation of the Canadian dollar, as well as the recent weakness in non-energy commodity prices, should also act in the same direction. Nonetheless, both the growth and level of exports are expected to remain high. The strength in energy prices may also contribute to slower growth in the manufacturing sector, but could boost investment, exploration, and exports by energy producers.

Canadian export growth should ease.

Household spending in Canada is expected to grow at a robust pace, supported by favourable labour market conditions and recent decreases in personal income tax rates. Recent equity market volatility and the effects of higher energy prices on disposable incomes could, however, temper spending plans.

Growth in household spending should remain robust . . .

The growth of business investment is expected to fall back from the very strong pace recorded over the past several quarters, but should continue to contribute strongly both to aggregate demand and to the economy's capacity to produce. Import growth is also expected to ease, chiefly reflecting less rapid increases in exports and in the demand for investment goods.

. . . while business investment may advance at a more moderate pace.

The most recent consensus among private sector forecasters is for real growth in Canada's GDP (on an annual average basis) of 4.7 per cent for 2000 and 3.5 per cent for 2001. At the time of the

Output growth of close to 5 per cent is expected in 2000...

... slowing to between 3 and 4 per cent in 2001.

May Report, the consensus forecast called for growth of 4.1 per cent in 2000 and 3.1 per cent in 2001.

With the upward revision to growth in the second half of 1999 and the relatively strong performance of the economy in the first half of this year, the Bank expects Canada's output growth in 2000 to be close to 5 per cent.⁷ For next year, the Bank sees output growth in Canada in a range of 3 to 4 per cent. This is higher than the projected range for growth in potential output—2.75 to 3.25 per cent. This outlook implies that the Canadian economy would continue to take up remaining slack in the second half of this year and could move into excess demand in late 2000 or early in 2001. The outlook, however, also incorporates a profile of decelerating output growth through 2001, consistent with the projected slowdown of the U.S. economy.

When projecting the balance between demand and supply for 2001, there is uncertainty not only about the current *level* of potential output, but also about the *growth rate* of future production capacity. While the growth of potential output could ratchet up if the benefits of new information and communications technology spread through a wide range of Canadian industries, the Bank is inclined to take a cautious approach to projecting a higher trend rate of potential growth.

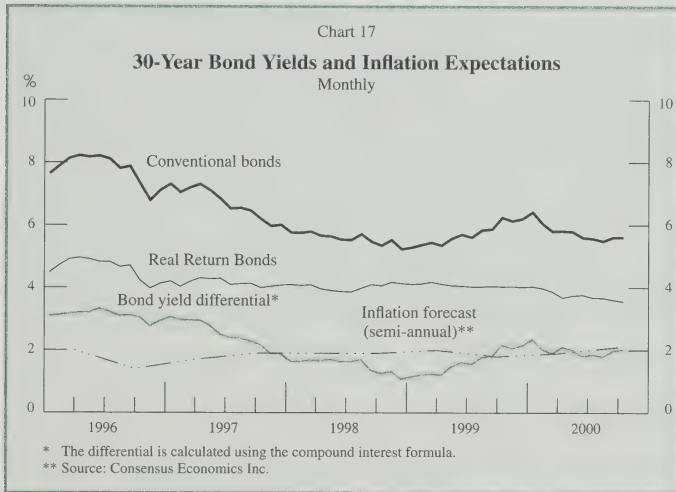
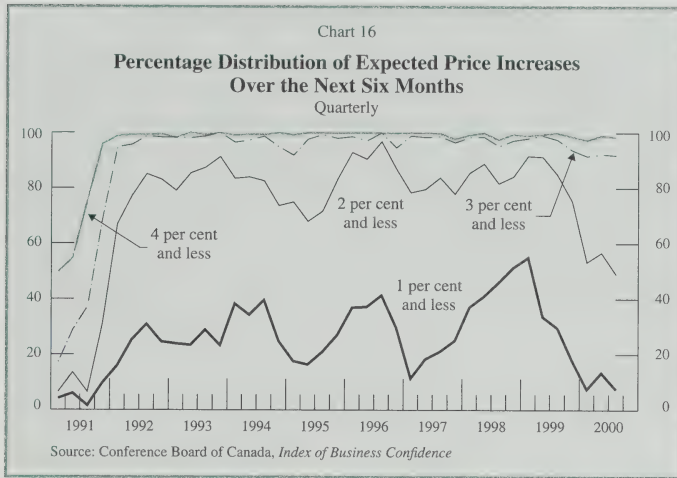
Measures of inflation expectations

Higher energy prices have not increased longer-term inflation expectations.

Public expectations about the increase in the CPI over the near term have risen slightly as a result of higher energy prices. To date, however, this has not significantly affected longer-term inflation expectations, which remain close to 2 per cent.

The Conference Board reported in its autumn *Index of Business Confidence* that 49 per cent of its regular business survey respondents expected prices, in general, to increase over the next six months at a rate of 2 per cent or less, and 92 per cent expected a rate of 3 per cent or less (Chart 16). These percentages are down from a year ago, particularly for respondents expecting inflation of 2 per cent or less. The downward movement implies that expectations of short-term inflation have increased and are now centred closer to the midpoint of the Bank's target range. The average private sector forecast for the rate of increase in the total CPI is 2.7 per cent in 2000 (up from 2.3 per cent last spring) and 2.4 per cent in 2001 (up from 2.1 per cent last spring). Typical

7. In the Bank's *August Update*, real GDP growth this year was expected to be between 4.25 and 4.75 per cent on an average annual basis, slightly more than projected in the *May Report*.



forecasts of longer-term inflation remain between 1.8 and 2.1 per cent, depending on the time horizon (Chart 17).

The differential between conventional bonds and Real Return Bonds has remained close to 2 per cent. The supply factors affecting bond markets have made it difficult to extract reliable information from this measure. It therefore cannot be inferred that long-term inflation expectations are exactly at the level implied by the differential. Nevertheless, the differential does suggest that investors are confident that there will not be a long-run pickup in inflation.

Other factors affecting inflation

Higher energy prices are expected to have only a small effect on core inflation.

The impact on the core CPI of this year's substantial hike in crude oil prices is still predicted to be small. So far, the price effects have been largely restricted to air fares and local transportation costs. While the risk of further pass-through of these higher costs to other components of the core CPI has increased because of their persistence, their effect is still expected to be modest. Competition in the retail sector is likely to remain strong, and firms may try to economize on the use of energy.

Assumptions about crude oil prices, however, significantly affect the near-term outlook for the total CPI. If crude oil prices are about US\$30 per barrel for West Texas Intermediate by year-end, the year-to-year rise in the total CPI should ease to about 2.5 per cent in the first quarter of 2001. By comparison, prices of US\$35 per barrel and US\$25 per barrel would imply a year-over-year increase in the CPI of about 3.4 per cent and 1.7 per cent, respectively, in the first quarter of 2001.

Wage increases are expected to be in line with productivity growth and projected inflation. The Bank's September survey of industry associations suggests that wage increases will rise over the next 12 months. The implications of higher wage growth for unit labour costs should be offset, to some extent, by rising growth in labour productivity, with the rate of increase in unit labour costs rising to a level consistent with projected inflation.

Other indicators of inflation pressures

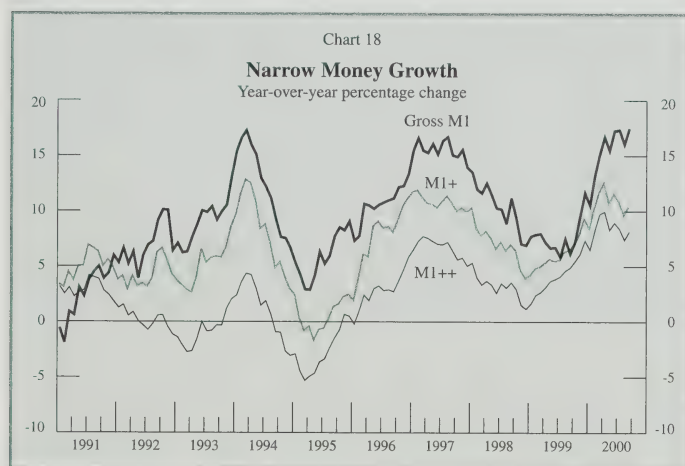
Asset prices tend to be sensitive to expectations of inflation and economic growth. In the late 1980s, for example, a surge in housing prices preceded an upturn in core inflation.

In 1999, housing prices moved up noticeably, but there are some indications that activity in the housing market may be easing, partly in response to the increase in interest rates that has taken place since November 1999. The year-over-year rise in prices for existing homes (based on the Royal LePage index) was 5.1 per cent in the second quarter, down slightly from the rate observed at the end of 1999. On the other hand, the year-over-year increase in new home prices rose a little further to 2.4 per cent in August, largely because of higher costs for labour and construction materials.

Monetary and credit indicators

Growth in the narrow money aggregates has slowed somewhat in recent months from the very rapid pace recorded in early 2000, but it remains strong on a year-over-year basis (Chart 18). Year-over-year growth in gross M1 was about 17 per cent in September. Part of this strength, however, stems from factors that raised the growth of M1 relative to that of underlying transactions balances. Most notable in early 2000 was the increase in bank deposits of financial intermediaries. As Technical Box 5 explains, our best estimate of the growth in underlying transactions balances is about 6 to 8 per cent.

Money growth remains strong, indicating a robust economy and a small increase in underlying inflation.



Growth in M1+ and M1++ also remains robust on a year-over-year basis at 10 per cent and 8 per cent, respectively, but at a considerably lower rate than that of M1. These aggregates are influenced, to some extent, by some of the special factors affecting M1.

When the special factors are taken into account, the recent pace of expansion in narrow money suggests that real GDP will grow at a rate of around 3.75 per cent in 2001. This is broadly consistent with the Bank's overall projection (Chart 19). The growth in narrow money aggregates also suggests that core inflation will be moving up to the midpoint of the target range towards the end of 2001.

Technical Box 5

Narrow Money Growth: M1 vs. Underlying Trend

M1 has grown by about 17 per cent in the last 12 months, but the Bank's best estimate of underlying growth in transactions balances is in the order of 6 to 8 per cent. That is, it is estimated that about 10 percentage points of the recent growth in M1 are due to special factors that pushed the growth rate of measured M1 considerably above the underlying growth of transactions balances. This box explains the reasoning behind this large gap.

One way to estimate the underlying growth in transactions balances is to identify and quantify the different special factors affecting M1, and then subtract these from the measured growth rate. A common source of distortion occurs when money balances not held to make purchases of goods and services are included in the M1 measure. One example of this type of distortion has been increased cash balances held with investment dealers for the purpose of making financial transactions. Another important distorting factor has been the growth of deposits at banks held by non-bank financial intermediaries. These are not transactions balances, since they are likely being held by financial intermediaries trying to offset various liabilities on their own books. Another type of distortion is the movement of transactions balances between accounts that are part of M1 and those that are not. This type of substitution significantly affected M1 growth in the second half of the 1990s, and may again be important in 2000, associated in part with the promotion of more competitive interest rates on a number of banks' chequing accounts. The broader aggregates internalize many of these movements in funds, and this is likely one reason why M1++ is growing at a more moderate rate than M1.

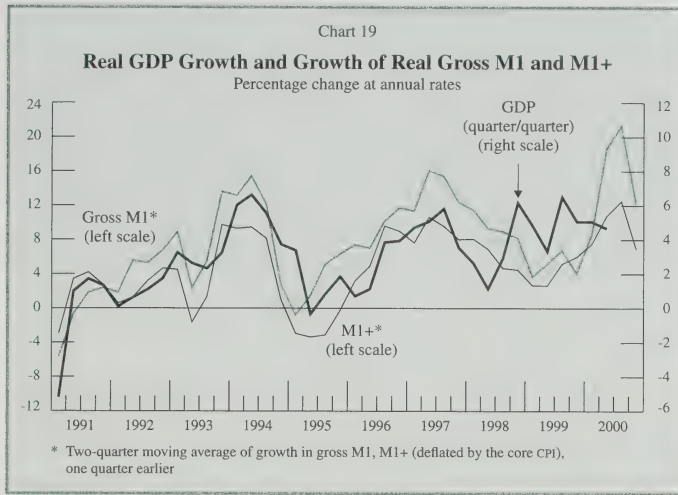
Another way to determine underlying growth in transactions balances is to use an estimate based on an econometric model of long-run money demand. The estimate of "adjusted M1" is based on the historical relationship between M1 and other economic variables.¹ Adjusted M1 is currently growing at about 7 per cent year-over-year.

When both methods give similar results as to the size of distortions, there is increased confidence in estimates of underlying growth. In the first quarter of this year, the gap between the year-over-year growth in M1 and adjusted M1 was very close in magnitude to our add-up of distortions—around 6 percentage points.² More recently, however, growth in deposits held by financial institutions and free-credit balances appear to be contributing only about 3 percentage points to growth. Nevertheless, we continue to believe that distortions are important. Therefore, our best estimate of underlying growth at present is based largely on adjusted M1 and is on the order of 6 to 8 per cent. This is also consistent with the current pace of growth of M1++.

1. For more details, see Atta-Mensah (2000).

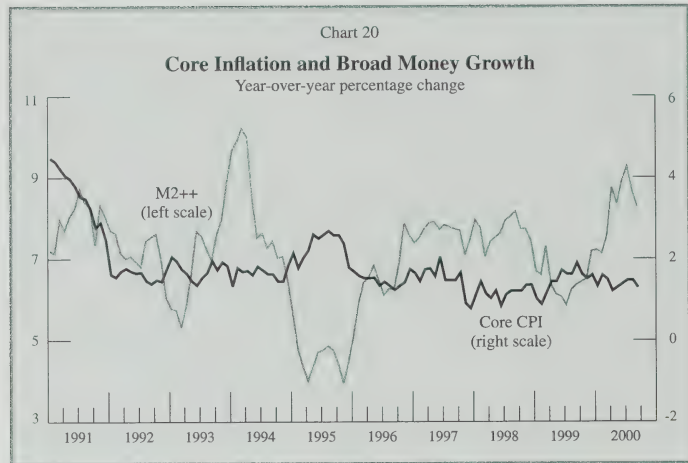
2. Note that these estimates are based on end-of-quarter data, which may differ from data based on quarterly averages.

The pace of expansion in the broad aggregate M2++ has been relatively stable over recent months. Year-over-year growth in September was 8.3 per cent (Chart 20). Growth in M2++ suggests a similar profile for core inflation as that implied by the narrow aggregates, consistent with inflation remaining within the target range.



Consumer credit continues to grow moderately, consistent with the outlook for sustained growth in consumer spending. Total business credit has slowed over recent months but remains in line with continued strength in business activities in the near term.

Overall, the information coming from money and credit indicators is consistent with continued strength in real output and some pickup in core inflation.



Inflation projection

A number of forces are expected to contribute to an upward movement in core inflation over the next year. First, longer-term inflation expectations continue to be close to 2 per cent—more than one-half per cent above the current level of core inflation. Second, with output growth projected to remain vigorous, capacity pressures in product and labour markets are expected to become more evident. Third, wage increases are moving up.

Core inflation is expected to rise to 2 per cent in the second half of 2001.

The Bank therefore expects core inflation to rise gradually to 2 per cent in the second half of the next year. If output growth through 2001 slows to a rate more consistent with the growth of potential output, as expected, core inflation should stabilize at about 2 per cent. But there is some risk that the economy could grow more rapidly and move into a more persistent excess-demand situation next year, leading to further upward pressure on inflation.

Recent hikes in crude oil and natural gas prices are expected to keep the rate of increase in the total CPI close to 3 per cent for the rest of this year. If oil prices were to stabilize at levels just below US\$30 a barrel, the rate of increase in the total CPI would be expected to move down to about 2 per cent by the end of 2001.

5. CONCLUSIONS

During the past six months, the Canadian economy has continued to expand briskly, outstripping expectations. The rise in energy prices has pushed up the total CPI, but core inflation has remained stable, in the lower half of the Bank's target range for inflation control, and below projected levels.

These developments suggest that the economy still had a margin of unused capacity in the first part of this year, and have led the Bank to raise its estimate of both the current level and the prospective growth of the production potential of the Canadian economy.

While there are signs that the economy has begun to slow, the momentum of demand is still expected to increase pressures on capacity. Specifically, the Bank expects output growth to average close to 5 per cent this year and to slow to a range of 3 to 4 per cent in 2001. As a result, core inflation is projected to rise to the 2 per cent midpoint of the Bank's target range in the second half of 2001. To keep core inflation steady at 2 per cent, the economy would have to grow on average at a rate equal to the growth of capacity in subsequent years.

The main risks to this outlook relate to demand, supply, and inflation expectations. On the demand side, there is the possibility that continued robust growth of U.S. demand for Canadian exports at a time of strong domestic demand could increase inflation pressures in Canada. The rapid growth of M1 adds to this concern. On the supply side, there is a chance that the strength of spending on machinery and equipment and the recent improvement in productivity gains may raise capacity limits beyond currently projected levels. However, the Bank will continue to take a cautious approach to projecting potential output, updating its estimates as evidence accumulates. With respect to inflation expectations, there is a risk that higher energy prices may feed into the prices of other goods and services and into expectations of future inflation.

In these circumstances of strong economic expansion, high levels of economic activity relative to capacity, and increased energy prices, the challenge for monetary policy will be to judge the balance between aggregate demand and supply, to guard against the risk that higher energy prices could affect core inflation and expectations of future inflation, and to adjust monetary conditions in a timely manner so as to preserve the low trend of inflation that has been benefiting the Canadian economy.

The move to a fixed schedule for setting the Bank Rate will help to focus attention on Canadian economic circumstances and will give the Bank more opportunities to emphasize the medium-term perspective of monetary policy.

BIBLIOGRAPHY

- Atta-Mensah, J. 2000. "Recent Developments in the Monetary Aggregates and Their Implications." *Bank of Canada Review* (Spring): 3–10.
- Bank of Canada. 1991a. "Targets for Reducing Inflation: Announcements and Background Material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.
- _____. 1991b. "Targets for Reducing Inflation: Further Operational and Measurement Considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.
- _____. 1993–1994. "Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on Monetary Policy Objectives." *Bank of Canada Review* (Winter): 85–86.
- _____. 1998. "Inflation-control targets extended." Press Release (24 February). *Bank of Canada Review* (Spring): 85–87.
- _____. 2000a. "Bank of Canada to adopt fixed dates for announcing Bank Rate changes." Press Release (19 September). *Bank of Canada Review* (Autumn): 49–53.
- _____. 2000b. "Bank of Canada releases dates for announcing Bank Rate actions." Press Release (30 October).
- Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa: Public Works and Government Services Canada.
- Conference Board of Canada. 2000. *Index of Business Confidence* (Autumn).
- _____. 2000. *Index of Consumer Attitudes* (Autumn).
- Consensus Economics Inc. 1991–2000. *Consensus Forecasts*. Various issues.
- Cunningham, A. and A.G. Haldane. 1999. "The Monetary Transmission Mechanism in the United Kingdom: Pass-through and Policy Rules." Prepared for the third Annual Conference of the Central Bank of Chile.
- Fillion, J.-F. and A. Léonard. 1997. "La courbe de Phillips au Canada : un examen de quelques hypothèses." Bank of Canada Working Paper No. 97-3.

- Kwan, C. 2000. "Restructuring in the Canadian Economy: A Survey of Firms." *Bank of Canada Review* (Summer): 15–26.
- Laflèche, T. 1996–1997. "The Impact of Exchange Rate Movements on Consumer Prices." *Bank of Canada Review* (Winter): 21–32.
- _____. 1997. "Statistical Measures of the Trend Rate of Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 29–47.
- Perrier, P. and R. Amano. 2000. "Credibility and Monetary Policy." *Bank of Canada Review* (Spring): 11–17.
- Taylor, J. 2000. "Low Inflation, Pass-through, and the Pricing Power of Firms." *European Economic Review* 44: 1389–1408.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in May and November. Regular *Updates* are published in August and February. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Services, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
 Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

- Fillion, J.-F. et A. Léonard (1997). « La courbe de Phillips au Canada : un examen de quelques hypothèses », document de travail n° 97-3, Banque du Canada.
- Kwan, C. (2000). « Enquête sur la restructuration des entreprises au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 17-30.
- Laflèche, T. (1996-1997). « L'incidence des fluctuations du taux de change sur les prix à la consommation », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 21-32.
- _____. (1997). « Mesures statistiques du taux d'inflation tendanciel », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 29-47.
- Perrier, P. et R. Amano (2000). « Crédibilité et politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 13-20.
- Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.
- Taylor, J. (2000). « Low Inflation, Pass-through, and the Pricing Power of Firms », *European Economic Review*, vol. 44, p. 1389-1408.

Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en mai et en novembre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en août et en février. Pour recevoir des exemplaires du Rapport au complet, du Sommaire ou de la Mise à jour, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, Services de communication, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

BIBLIOGRAPHIE

- Atta-Mensah, J. (2000). « L'évolution récente des agrégats monétaires et son incidence », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 3-11.
- Banque du Canada (1991a). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 3-21.
- _____ (1991b). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-23.
- _____ (1993-1994). « Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 85-86.
- _____ (1998). « Prolongation de l'application des cibles de maîtrise de l'inflation », communiqué diffusé le 24 février et reproduit dans la *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 85-87.
- _____ (2000a). « La Banque du Canada compte instaurer un système de dates fixes pour l'annonce des modifications du taux officiel d'escompte », communiqué diffusé le 19 septembre et reproduit dans la *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 53-57.
- _____ (2000b). « La Banque du Canada publie les dates auxquelles seront annoncées les modifications du taux officiel d'escompte », communiqué diffusé le 30 octobre.
- Conference Board du Canada (2000a). *Indice de confiance des entreprises*, automne.
- _____ (2000b). *Indice des attitudes des consommateurs*, automne.
- Consensus Economics Inc. (1991-2000). *Consensus Forecasts*, divers numéros.
- Cunningham, A. et A. G. Haldane (1999). « The monetary transmission mechanism in the United Kingdom: Pass-through and policy rules », communication présentée au troisième colloque annuel de la Banque centrale du Chili.

5. CONCLUSIONS

Au cours des six derniers mois, l'économie canadienne a maintenu son essor, dépassant encore une fois les attentes. Le renchérissement de l'énergie a fait grimper l'indice global des prix à la consommation, mais l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée stable, se situant dans la moitié inférieure de la fourchette cible de la Banque et en deçà des niveaux prévus.

Cette évolution porte à croire qu'il subsistait des capacités inutilisées au sein de l'économie au premier semestre de l'année et a incité la Banque à réviser à la hausse ses estimations tant du niveau actuel de la production potentielle au pays que de son rythme de croissance futur.

Malgré des signes indiquant que l'économie a commencé à se ralentir, on continue de s'attendre à ce que la vigueur de la demande entraîne une intensification des pressions sur la capacité de production. Plus particulièrement, la Banque estime que la croissance de la production s'établira en moyenne à près de 5 % cette année puis retombera entre 3 et 4 % en 2001. Par conséquent, on prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence montera à 2 %, le point médian de la fourchette cible de la Banque, au second semestre de 2001. Pour que ce taux demeure à 2 %, il faudra que l'expansion économique progresse en moyenne au même rythme que la production potentielle au cours des années suivantes.

Les principaux risques qui pèsent sur ces prévisions touchent à la demande, à l'offre et aux anticipations d'inflation. Dans le premier cas, le dynamisme soutenu de la demande américaine de produits d'exportation canadiens, à un moment où la demande intérieure est vigoureuse, pourrait attiser les pressions inflationnistes au Canada. La vive progression de M1 renforce ce risque. Du côté de l'offre, la hausse des investissements en machines et matériel de même que celle des gains de productivité observée récemment pourraient pousser les limites de la capacité de production au-delà des niveaux actuellement projetés. Néanmoins, la Banque continuera de se montrer prudente dans ses projections concernant la production potentielle, les révisant au fur et à mesure que les preuves s'accumulent. Enfin, l'ascension des cours de l'énergie risque d'influencer les prix d'autres biens et services et les attentes relatives à l'inflation.

Dans le contexte actuel, caractérisé par une forte expansion économique, de hauts niveaux d'activité par rapport à la capacité et le renchérissement de l'énergie, le défi que devront continuer de relever les autorités monétaires sera d'évaluer où se situe l'équilibre entre l'offre et la demande globales, d'empêcher la hausse des cours de l'énergie de se répercuter sur l'inflation mesurée par l'indice de référence et sur les attentes d'inflation et d'ajuster les conditions monétaires au moment opportun afin de maintenir la tendance de l'inflation au bas niveau qui s'avère bénéfique à l'économie canadienne.

L'adoption d'un système de dates préétablies pour l'annonce des modifications du taux officiel d'escompte devrait permettre à la Banque de focaliser l'attention sur la situation économique au Canada et lui donnera plus souvent l'occasion de mettre en lumière les perspectives à moyen terme sur lesquelles se fonde la conduite de la politique monétaire.

*L'inflation mesurée
par l'indice de référence
devrait augmenter, pour
s'établir à 2 % au second
semestre de 2001.*

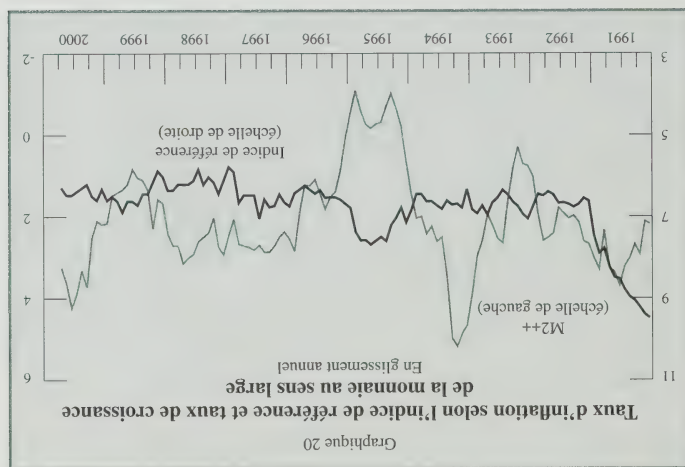
Par conséquent, la Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence montera graduellement pour s'établir à 2 % au second semestre de l'an prochain. Si, comme prévu, le rythme d'expansion de la production ralentit en 2001 pour être plus compatible avec celui de la production potentielle, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se stabiliser à environ 2 %. Il subsiste toutefois un risque que la progression de l'économie s'accélère et se traduise par une demande excédentaire plus persistante l'an prochain, ce qui exercerait de nouvelles pressions à la hausse sur l'inflation.

Compte tenu de l'escalade récente des cours du pétrole brut et du gaz naturel, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait se maintenir à près de 3 % jusqu'à la fin de cette année. Si le prix du pétrole se stabilise tout juste sous les 30 dollars E.-U. le baril, ce taux devrait se replier à environ 2 % d'ici la fin de 2001.

s'établissait en glissement annuel à 8,3 % (Graphique 20). La croissance de M2++ semble indiquer un profil d'évolution du taux d'augmentation de l'indice de référence semblable à celui qui se dégage des agrégats au sens étroit et cadrant avec le maintien de l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible.

L'expansion du crédit à la consommation se poursuit à un rythme modéré, allant de pair avec la perspective d'une progression soutenue des dépenses de consommation. Malgré un ralentissement ces derniers mois, la croissance des crédits aux entreprises demeure compatible avec une activité commerciale qui restera vigoureuse à court terme.

Dans l'ensemble, les renseignements découlant des indicateurs de la monnaie et du crédit font état d'une robustesse continue de la production réelle et d'une certaine augmentation de l'inflation mesurée par l'indice de référence.

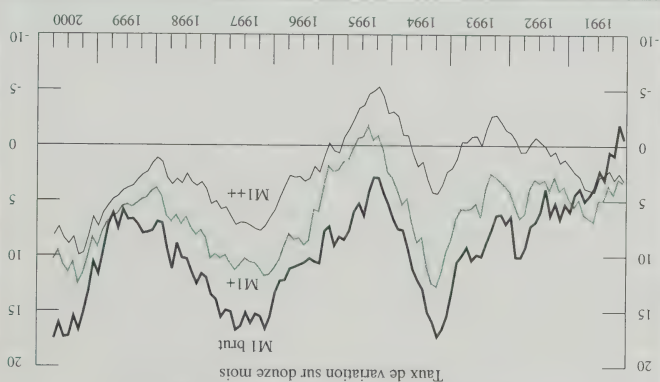


Les prévisions relatives à l'inflation

Compte tenu des forces à l'œuvre, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait s'orienter à la hausse au cours de la prochaine année. Premièrement, un taux d'inflation avoisinant 2 % est toujours anticipé à long terme, ce qui représente un niveau supérieur de plus de un demi-point de pourcentage au taux d'augmentation actuel de l'indice de référence. Deuxièmement, comme on s'attend à ce que la croissance de la production demeure forte, les pressions exercées sur les marchés des biens et du travail devraient devenir plus manifestes. Troisièmement, les augmentations salariales s'accroissent.

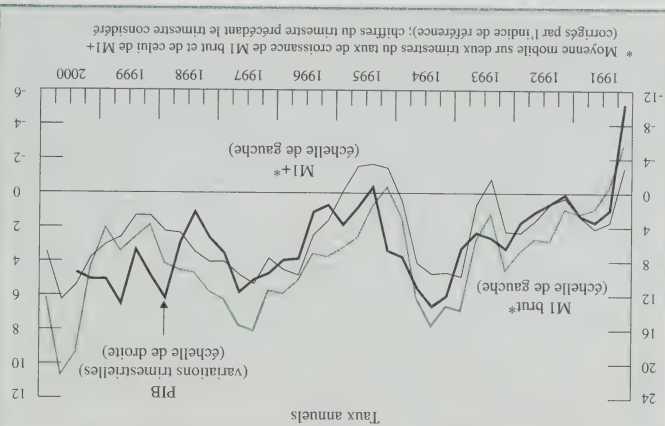
Croissance de la masse monétaire au sens étroit

Graphique 18



Taux de croissance du PIB réel, de M1 brut et de M1+

Graphique 19



* Moyenne mobile sur deux trimestres du taux de croissance de M1 brut et de celui de M1+ (corrégés par l'indice de référence); chiffres du trimestre précédant le trimestre considéré

PIB réel s'accroîtra à un taux d'environ 3,75 % en 2001, ce qui correspond en gros aux projections de la Banque (Graphique 19). La croissance des agrégats monétaires au sens étroit laisse aussi entrevoir que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'inscrita en hausse pour atteindre le point médian de la fourchette cible vers la fin de 2001.

Le rythme de progression de l'agrégat au sens large M2++ a été relativement stable ces derniers mois. En septembre, il

M1 a progressé à un rythme d'environ 17 % durant les douze derniers mois, mais, selon notre meilleure estimation, la croissance tendancielle des encaisses de transaction ne serait que de l'ordre de 6 à 8 %. Autrement dit, une part considérable (environ 10 points de pourcentage) de la croissance récente de M1 tiendrait à des facteurs spéciaux. La présente note décrit le raisonnement permettant d'expliquer le large écart entre l'évolution tendancielle des encaisses de transaction et la croissance de M1 mesurée.

Une première façon d'estimer la croissance tendancielle des encaisses de transaction consiste à cerner les facteurs spéciaux influant sur M1, à quantifier leur incidence puis à retrancher celle-ci de la croissance mesurée. Une source courante de distortion est la comptabilisation dans M1 de sommes non destinées à l'achat de biens et services. On peut citer à cet égard les soldes de plus en plus élevés tenus chez les courtiers en valeurs aux fins de transaction financière. La progression des dépôts des intermédiaires financiers parabancaires dans les banques constitue un autre important facteur de distortion. Il ne s'agit pas là d'encaisses de transaction, puisque ces sommes sont probablement détenues par les intermédiaires financiers en contrepartie de divers engagements inscrits dans leurs livres. Les mouvements de fonds entre les comptes classés dans M1 et ceux qui ne le sont pas représentent encore une autre source de distortion. Ce genre de substitution au eu des effets notables sur la croissance de cet agrégat durant la seconde moitié des années 1990, et il pourrait à nouveau en être ainsi en 2000, du fait notamment des taux plus concurrentiels offerts par nombre de banques sur les comptes de chèques. Un grand nombre de ces transferts de fonds ne touchent pas les agrégats plus larges, ce qui explique sans doute en partie pourquoi M1++ croît à un rythme plus modéré que M1.

Une deuxième façon d'établir la croissance tendancielle des encaisses de transaction consiste à tirer une estimation d'un modèle économétrique de demande de monnaie à long terme. L'estimation de « M1 corrigé » est fondée sur la relation observée dans le passé entre M1 et d'autres variables économiques¹. À l'heure actuelle, M1 corrigé progresse à un rythme de 7 % environ en glissement annuel. Lorsque les deux méthodes donnent des résultats similaires au sujet de la taille des distortions, les estimations de la croissance tendancielle sont plus dignes de confiance. Au premier trimestre de 2000, l'écart entre les taux de croissance de M1 et de M1 corrigé en glissement annuel était très voisin de notre estimation de l'effet total. Cependant, la croissance des dépôts des intermédiaires financiers parabancaires et des soldes créditeurs chez les courtiers en valeurs ne semble contribuer qu'à hauteur de 3 points de pourcentage environ à la croissance. Néanmoins, nous restons persuadés que les distortions sont importantes. Notre meilleure estimation de la croissance tendancielle à l'heure actuelle repose donc largement sur M1 corrigé et tourne autour de 6 à 8 %. Ce rythme est également compatible avec celui auquel croît M1++ présentement.

1. On trouvera des précisions à ce sujet dans l'article d'Atta-Mensah (2000).
2. Ces estimations reposent sur les chiffres de fin de trimestre, qui peuvent différer des moyennes trimestrielles.

La croissance de la monnaie reste soutenue, signe de la vigueur de l'économie et d'une légère augmentation de l'inflation tendancielle.

industrielles, les hausses salariales seront plus élevées au cours des douze prochains mois. Les effets de la progression plus rapide des salaires sur les coûts unitaires de main-d'œuvre devraient être contrebalancés en partie par l'accélération de la croissance de la productivité du travail; le taux d'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait donc augmenter et atteindre un rythme équivalant au taux d'inflation projeté.

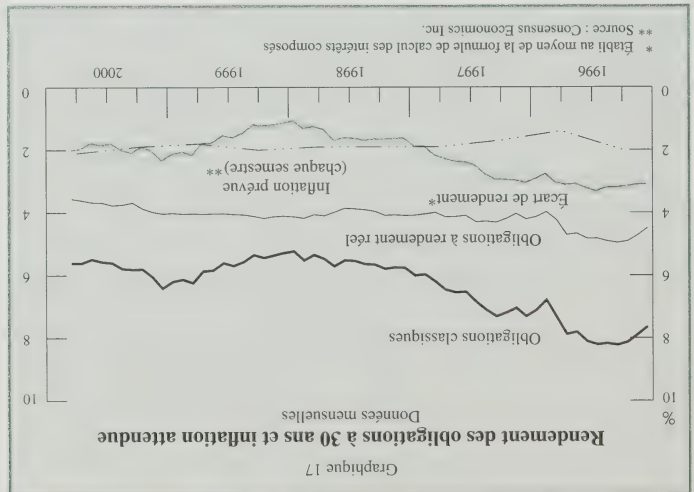
Les autres indicateurs des pressions inflationnistes

Les prix des actifs réagissent aux attentes liées à l'inflation et à la croissance économique. Vers la fin des années 1980, par exemple, une ascension du prix des maisons avait précédé la montée de l'inflation tendancielle. En 1999, le prix des maisons s'est sensiblement accru, mais certains signes donnent à penser que l'activité du marché du logement est en train de ralentir, en raison notamment de la hausse des taux d'intérêt qui s'est amorcée en novembre 1999. L'accroissement sur douze mois du prix de vente des maisons (selon l'indice de Royal LePage) s'est chiffré à 5,1 % au deuxième trimestre, en baisse légère par rapport au taux enregistré à la fin de 1999. Par contre, l'augmentation sur douze mois du prix des maisons neuves s'est quelque peu accélérée, atteignant 2,4 % en août, ce qui s'explique en bonne partie par la progression des coûts de la main-d'œuvre et des matériaux de construction.

Les indicateurs de la monnaie et du crédit

Bien qu'elle ait décéléré quelque peu ces derniers mois par rapport au rythme très rapide observé au début de 2000, la croissance des agrégats monétaires au sens étroit demeure élevée en glissement annuel (Cgraphique 18). En septembre, M1 brut enregistré un rythme de progression d'environ 17 % en comparaison avec l'année précédente. Toutefois, cette vigueur tient en partie aux facteurs qui gonflent la croissance de M1 par rapport à l'évolution tendancielle des encaisses de transaction. Il convient de souligner en particulier l'augmentation des dépôts de terme-dépôts financiers auprès des banques au début de 2000. Comme l'explique la Note technique 5, la croissance tendancielle des encaisses de transaction serait de l'ordre de 6 à 8 % selon notre meilleure estimation. À 10 et 8 % respectivement, les taux de croissance de M1+ et de M1++ demeureraient également élevés en glissement annuel, mais considérablement inférieurs à celui de M1. Ces agrégats subissent dans une certaine mesure les effets de quelques-uns des facteurs spécifiques qui influent sur M1. Si l'on tient compte des facteurs spécifiques, le rythme d'expansion récent de la monnaie au sens étroit permet de supposer que le

Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

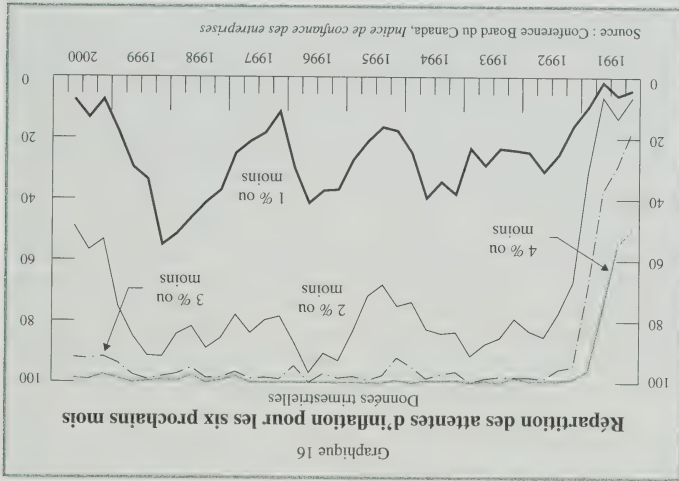


On s'attend à ce que l'augmentation des prix de l'énergie n'ait que peu d'effet sur l'inflation mesurée par l'indice de référence.

mesures afin d'économiser l'énergie. Par contre, les perspectives d'accroissement de l'IPC global au cours des prochains mois sont fortement tributaires des hypothèses relatives à l'évolution probable des prix du pétrole brut. Si le cours du baril de West Texas Intermedia se situe à environ 30 dollars E.-U. à la fin de l'année, le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global devrait se replier à environ 2,5 % au premier trimestre de 2001. Par comparaison, ce taux s'établirait autour de 3,4 % au premier trimestre de l'an prochain si le cours passe à 35 dollars E.-U. ou à quelque 1,7 % si ce dernier tombe à 25 dollars E.-U.

Les salaires devraient augmenter à un rythme compatible avec les gains de productivité et l'inflation projetée. Selon l'enquête que la Banque a réalisée en septembre auprès des associations

Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board sur la confiance des entreprises canadiennes qui ont été publiés sur l'automne révèlent que 49 % des répondants s'attendaient à ce que les prix s'accroissent en général au cours des six mois suivants à un rythme de 2 % ou moins, et 92 %, à un rythme de 3 % ou moins (Graphique 16). Ces pourcentages sont inférieurs à ceux d'il y a un an, en particulier la proportion de répondants qui anticipaient un taux d'inflation de 2 % ou moins. Cette baisse signifie que le taux d'inflation attendu à court terme a augmenté et se situe maintenant plus près du point médian de la fourchette cible de la Banque. Selon les prévisions du secteur privé, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir en moyenne à 2,7 % en 2000 (en hausse par rapport aux 2,3 % avancés au printemps) et à 2,4 % en 2001 (contre 2,1 % au printemps). Les taux d'inflation prévus à plus long terme varient encore généralement entre 1,8 et 2,1 %, selon l'horizon considéré (Graphique 17).



L'écart de rendement entre les obligations classiques et les obligations à rendement réel se maintient aux alentours de 2 %. Étant donné que des facteurs liés à l'offre perturbent les marchés obligataires, il est devenu difficile de tirer des renseignements fiables de cette mesure. On ne peut donc pas conclure que le taux d'inflation attendu à long terme se situe exactement au niveau que laisse supposer l'écart de rendement. Celui-ci porte néanmoins à croire que les investisseurs sont convaincus que l'on n'assistera pas à une recrudescence de l'inflation à long terme.

On prévoit que la progression des investissements des entreprises décelera par rapport à la cadence très rapide observée ces derniers trimestres, mais elle devrait continuer de contribuer fortement à l'expansion de la demande globale et de la capacité de production de l'économie. L'avance des importations devrait également se modérer, en raison surtout d'un ralentissement de l'essor des exportations et de la demande de biens d'équipement.

Selon les plus récentes prévisions du secteur privé concernant le taux d'accroissement du PIB réel au Canada, celui-ci sera de 4,7 % (en moyenne annuelle) cette année et de 3,5 % en 2001. Lors de la parution du *Rapport de mai*, les prévisionnistes tablaient sur des taux de 4,1 % en 2000 et de 3,1 % en 2001.

Étant donné la révision à la hausse du niveau d'activité enregistré au second semestre de 1999 et la tenue relativement vigoureuse de l'économie au cours des six premiers mois de cette année, la Banque prévoit que la croissance de la production au Canada atteindra près de 5 % en 2000⁷ et qu'elle se situera l'an prochain à l'intérieur d'une plage allant de 3 à 4 %. Elle sera donc supérieure aux estimations de la croissance de la production potentielle, qui s'établissent entre 2,75 et 3,25 %. Ce pronostic implique que l'économie canadienne continuera d'absorber les capacités excédentaires restantes pendant le second semestre de cette année et qu'elle pourrait être aux prises avec une demande excédentaire vers la fin de 2000 ou le début de 2001. Mais il suppose également un ralentissement du taux d'expansion de la production au cours de l'année prochaine dans le sillage de la décélération prévue de l'économie américaine.

Les projections relatives à l'équilibre entre la demande et l'offre pour l'an prochain doivent tenir compte non seulement de l'incertitude entourant le *niveau* de la production potentielle, mais aussi de celle concernant le *taux de croissance* futur des capacités de production. Bien que le rythme de progression de la production potentielle puisse s'accélérer si les avantages liés à l'utilisation des nouvelles technologies de l'information et de la communication se répandent dans un grand nombre d'industries canadiennes, la Banque hésite à tabler sur un taux tendanciel d'expansion plus élevé de la production potentielle.

La mesure des attentes relatives à l'inflation

Les attentes du public à l'égard d'une hausse à court terme de l'IPC se sont légèrement intensifiées par suite du renchérissement de l'énergie. À ce jour, toutefois, cela n'a pas influé sensiblement sur le taux d'inflation attendu à long terme, qui continue d'avoir une *attente à long terme*.

7. Dans la *Mise à jour* qu'elle a publiée au mois d'août, la Banque prévoyait que la croissance du PIB réel s'établirait cette année entre 4,25 et 4,75 % en moyenne annuelle, ce qui dépassait quelque peu les projections contenues dans le *Rapport de mai*.

produits japonais à l'étranger. L'économie nipponne demeure cependant fragile : de nouveaux efforts de restructuration s'imposent dans le secteur financier, et la dépense des ménages reste faible. La reprise au Japon pourrait être compromise par le renchérissement de l'énergie, en raison de la dépendance particulière de ce pays à l'égard des importations de pétrole. La Banque prévoit que la croissance du PIB réel au Japon devrait atteindre environ 2 % en 2000 et 1,5 % en 2001.

Aux États-Unis, bien que la demande globale reste robuste, des données récentes indiquent un ralentissement de la croissance, en particulier dans les secteurs du logement et de la construction non résidentielle. Même si l'on s'attend à ce que les majorations passées de taux d'intérêt modèrent encore davantage la croissance, les risques d'une recrudescence de l'inflation subsistent en raison de la vigueur de l'activité et des tensions régnant sur le marché du travail. La progression du PIB réel aux États-Unis devrait se situer aux alentours de 5 % en 2000 et de 3 à 3,5 % en 2001. La hausse des prix du pétrole pourrait réduire davantage cette progression, mais il se peut également qu'elle entraîne un relèvement des taux d'intérêt si elle se répercute sur les anticipations d'inflation.

Même si les États-Unis puisent modestement dans leurs réserves stratégiques d'hydrocarbures, les cours du pétrole brut devraient demeurer relativement fermes tout au long de l'hiver; ils pourraient toutefois reculer avec l'arrivée du temps doux. On s'attend à ce que les prix des produits de base non énergétiques augmentent de pair avec la demande globale.

La demande et l'offre globales au Canada

Les perspectives de croissance aux États-Unis jouent un rôle important dans l'évolution projetée de l'économie canadienne. Par exemple, l'avance de nos exportations devrait décélérer au cours des 18 prochains mois, parallèlement au tassement prévu de l'expansion chez nos voisins du sud. L'impulsion moins fournie par la dépréciation passée du dollar canadien ainsi que la récente faiblesse des cours des produits de base non énergétiques devraient agir dans le même sens. On s'attend néanmoins à ce que la croissance et le niveau des exportations demeurent élevés. La fermeture des prix de l'énergie pourrait également contribuer à freiner la progression du secteur manufacturier, mais elle pourrait aussi encourager les investissements, l'exploration et les exportations dans le secteur énergétique.

La dépense des ménages canadiens devrait s'accroître à un rythme rapide, sous l'effet des conditions favorables du marché du travail et des baisses des taux d'imposition des particuliers. La volatilité récente des marchés boursiers et l'incidence de la montée des cours de l'énergie sur le revenu disponible pourraient toutefois modérer les projets de dépenses.

L'expansion ralentit aux États-Unis.

Les prix des produits de base non énergétiques devraient remonter légèrement.

La progression des exportations canadiennes devrait accélérer.

On prévoit que la dépense des ménages continuera de croître vigoureusement...

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

Selon nos analyses, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait s'inscrire en hausse au Canada et atteindre au cours du second semestre de l'année prochaine le point médian de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque. Si les cours mondiaux du pétrole n'augmentent pas par rapport aux niveaux élevés observés ces derniers mois, le taux de progression annuel de l'IPC global devrait baisser graduellement durant cette période, pour s'établir aux alentours de 2 %. Cependant, cette projection est entachée de plusieurs incertitudes importantes.

La conjoncture internationale

Depuis le milieu de 1999, l'expansion économique est devenue plus synchronisée à l'échelle internationale et affiche un grand dynamisme. Cette évolution accentue les risques d'une intensification des pressions inflationnistes et pourrait amener les banques centrales de certains pays à relever leurs taux directeurs. Le renchérissement de l'énergie n'a pas encore eu de répercussions notables sur la progression de la production mondiale. Cependant, plus les prix de l'énergie resteront élevés, plus ils seront susceptibles d'entraîner la croissance des pays qui dépendent des importations de pétrole. Les hauts niveaux des cours de l'énergie accroissent également le risque d'une montée de l'inflation en raison de leur incidence possible sur les attentes d'inflation dans certains pays. En revanche, le fait que nombre d'autorités monétaires ont gagné en crédibilité ces dernières années devrait contribuer à réduire ce risque.

La reprise de nombreuses économies à marché émergent au lendemain de la crise financière de 1997-1998 se poursuit. Au début, cette reprise tenait en bonne partie à l'essor marqué du volume des exportations, notamment vers les États-Unis. Récemment, toutefois, la demande intérieure s'est nettement redressée. Dans la zone euro, le rythme de croissance du PIB réel s'est stabilisé à environ 3,5 % au premier semestre de 2000, et l'on s'attend à ce que l'activité reste vigoureuse au cours des prochains trimestres à la faveur d'un raffermissement de la demande intérieure et de l'élan insufflé aux exportations par la dépréciation qu'a connue l'euro. La Banque prévoit que la croissance du PIB réel dans la zone euro avoisinera 3,5 % en 2000 et 3 % en 2001.

En août, la Banque du Japon a porté à 0,25 % sa cible pour le taux du financement à un jour, abandonnant ainsi sa politique de maintien à zéro de ce taux. Cette mesure visant à rendre la politique monétaire moins expansionniste a été motivée par le bond que le rythme d'expansion de la production a enregistré au premier semestre de 2000 grâce au niveau élevé des investissements des entreprises et au dynamisme de la demande de

Le dynamisme de la croissance économique mondiale et la hausse des prix de l'énergie accentuent les risques d'une intensification des pressions inflationnistes.

On s'attend à ce que l'activité économique en Europe demeure vigoureuse.

L'économie japonaise est en train de se redresser mais reste fragile.

Note technique 4

Adoption de dates fixes pour l'annonce
des décisions de politique monétaire

La Banque est en train d'instaurer un système de huit dates fixes — c'est-à-dire pré-définies — par an pour l'annonce des modifications qui seront apportées au taux d'escompte officiel. Les nouvelles dispositions remplaceront celles qui ont été en vigueur jusqu'ici et en vertu desquelles le taux d'escompte pouvait être modifié n'importe quel jour ouvrable. À compter de la première annonce, qui aura lieu en décembre, et à l'occasion de chacune des huit dates préétablies, la Banque diffusera à 9 h un communiqué dans lequel elle annoncera sa décision de modifier ou non le taux d'escompte et expliquera les principaux facteurs qui auront motivé sa décision. Un calendrier comportant huit dates cadre bien avec le cycle de publication des données que la Banque utilise pour cerner l'évolution des tendances au sein de l'économie. Il convient de signaler que la Banque se réserve le droit de prendre des mesures de politique monétaire entre deux dates préétablies; cependant, elle ne se prévaudra de cette option que dans des circonstances exceptionnelles.

La Banque croit que le nouveau régime contribuera à accroître l'efficacité de la politique monétaire. L'instauration de dates fixes atténuera l'incertitude qu'occasionne sur les marchés financiers le fait que ces derniers ignorent le jour où une modification du taux d'escompte sera annoncée, et devrait contribuer à améliorer le fonctionnement des marchés financiers. Elle donnera à la Banque du Canada huit nouvelles occasions de rendre compte auprès du public de l'évolution économique et de la conduite de la politique monétaire. Cela devrait aider les opérateurs des marchés et le public à mieux comprendre l'évaluation que fait la Banque de la situation économique au Canada et à anticiper la direction qu'empruntera la politique monétaire. De plus, le calendrier de dates fixes de la Banque sera différent de celui de la Réserve fédérale des États-Unis, ce qui focalisera l'attention sur la conjoncture économique et monétaire canadienne dans les jours précédant chacune des décisions de politique monétaire. L'adoption de dates fixes fournira aussi régulièrement à la Banque l'occasion de mettre en lumière la portée à moyen terme de la politique monétaire et lui permettra d'accroître sa transparence, de mieux rendre compte de ses actes et d'intensifier le dialogue qu'elle entretient avec le public.

Calendrier des annonces à venir

Mardi 5 décembre 2000
Mardi 23 janvier 2001
Mardi 6 mars 2001
Mardi 17 avril 2001
Mardi 29 mai 2001
Mardi 17 juillet 2001
Mardi 28 août 2001
Mardi 23 octobre 2001
Mardi 27 novembre 2001

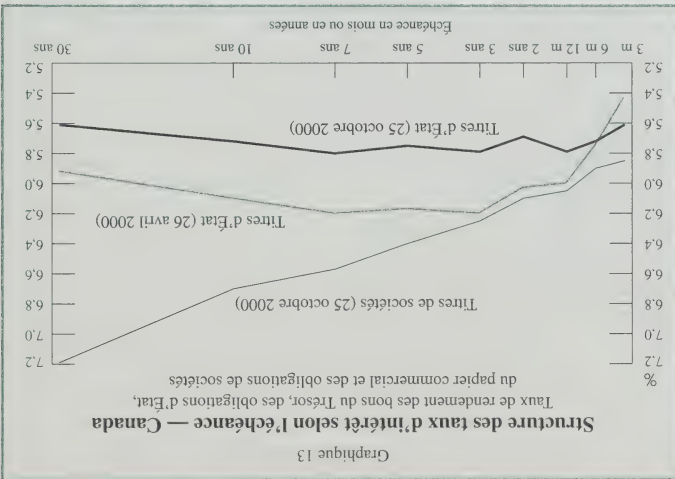
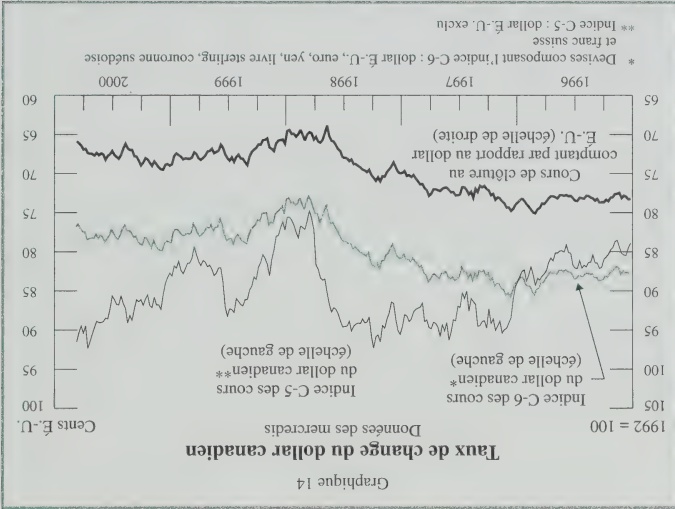
1. Pour obtenir des précisions sur le nouveau système, se reporter aux communiqués émis à ce sujet par la Banque les 19 septembre et 30 octobre 2000.

Au cours des six derniers mois, l'indice des conditions monétaires de la Banque a fluctué entre -5,5 et -5,0. Plus récemment, il a oscillé entre -5,5 et -6,0, au gré des variations du dollar canadien par rapport à la devise américaine (Graphique 15).



À compter de décembre, la Banque appliquera un nouveau système de dates préétablies pour la mise en œuvre des modifications du taux officiel d'escompte (Note technique 4). Le nouveau système contribuera à améliorer la conduite et l'efficacité de la politique monétaire en focalisant l'attention sur la situation économique au Canada et en favorisant une meilleure compréhension des décisions prises par la banque centrale.

que l'économie américaine continue d'afficher un très grand dynamisme, un bas taux d'inflation et de solides gains de productivité. Il s'est encore raffermi ces derniers temps en raison de l'attrait que présentent les avoirs américains dans le climat de nervosité actuel. Le dollar canadien s'est lui aussi apprécié vivement par rapport à la plupart des autres grandes monnaies; sa valeur a augmenté d'environ 5 % par rapport à la livre sterling et de quelque 12 % par rapport à l'euro depuis le début de l'année.



Des différences notables séparent cependant les deux économies. Puisque l'inflation tendanciellement est plus faible ici que chez nos voisins du sud et que notre économie n'a pas connu une expansion aussi vive ni aussi longue que la leur, le taux cible pour le financement à un jour au Canada demeure inférieur de 75 points de base à celui visé aux États-Unis pour les fonds fédéraux.

Les marchés financiers avaient en grande partie prévu le moment et l'amplitude des hausses du taux d'escompte dans les deux pays, de sorte que le gros de l'augmentation du taux du papier commercial à 90 jours s'était déjà opéré avant que les banques centrales n'interviennent. Depuis, on a assisté à un léger recul des taux du papier commercial à 90 jours, et les opérateurs des marchés financiers s'attendent maintenant de façon générale à ce que les taux restent stables au cours des prochains mois. Ils voient dans les données récentes les signes d'un ralentissement de l'économie américaine et semblent croire que les gains de productivité accroîtront le potentiel de croissance des deux pays, de sorte que de nouveaux relèvements des taux d'intérêt seront moins nécessaires.

Les rendements des obligations nord-américaines ont fléchi après l'intervention des banques centrales, le resserrément des conditions monétaires réduisant le risque perçu d'une hausse de l'inflation. Plus récemment, l'augmentation de l'incertitude sur les marchés internationaux a fait reculer les rendements des titres américains par rapport à ceux des titres canadiens, et l'écart entre les taux pratiqués au Canada et aux États-Unis est devenu légèrement positif pour les échéances allant de 5 à 10 ans. Bien que les réductions effectives et anticipées de la dette publique continuent d'exercer des pressions à la baisse sur les rendements des obligations d'État à long terme, l'inversion de la courbe de rendement de ces obligations est un peu moins prononcée qu'au moment de la rédaction du *Rapport* de mai dernier. La courbe de rendement des obligations de sociétés canadiennes, qui a été moins touchée par la réduction de l'offre de titres d'État, conserve une pente positive normale (Graphique 13).

Le cours du dollar canadien par rapport au dollar américain a généralement fluctué entre 65,3 et 68,3 cents E.-U. depuis mai (Graphique 14). Il a varié au gré des attentes des marchés financiers concernant la force relative de l'expansion économique au Canada et aux États-Unis, de l'évolution prévue des écarts de taux d'intérêt entre les deux pays et de la volatilité observée dernièrement sur les marchés financiers internationaux. Il se peut également que la récente faiblesse des prix des produits de base non énergétiques ait eu une incidence négative sur le cours du dollar canadien. Toutefois, le climat d'inflation faible et stable, la croissance vigoureuse du PIB réel et l'excédent considérable de la balance courante enregistrée au deuxième trimestre ont contribué à soutenir le dollar canadien. Le billet vert est demeuré robuste par rapport à la plupart des grandes monnaies, aidé en cela par le fait

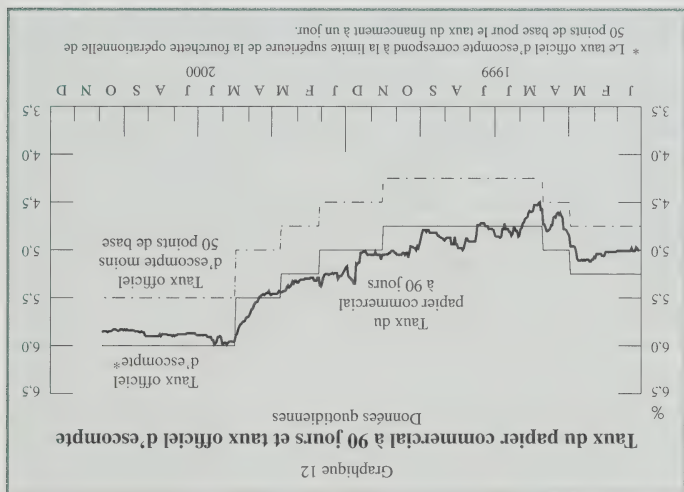
Le dollar canadien a fluctué vis-à-vis du dollar E.-U. et il s'est apprécié vivement par rapport aux autres grandes monnaies.

Les rendements obligataires ont fléchi après l'intervention des banques centrales, les risques d'inflation ayant diminué aux yeux des marchés.

3. LA RÉALISATION DES CIBLES DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

La Banque a relevé les taux d'intérêt à court terme de 50 points de base afin de maintenir l'inflation tendancielle à l'intérieur de la fourchette cible.

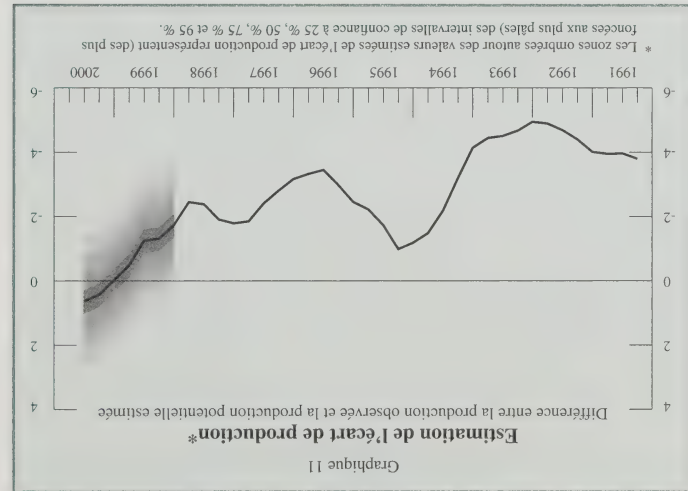
Le 17 mai dernier, peu après la parution du *Rapport de mai*, la Banque du Canada a relevé le taux officiel d'escompte de 50 points de base pour le porter à 6 % (Graphique 12). Cette mesure était jugée nécessaire pour maintenir la tendance future de l'inflation près du point médian de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque et permettre ainsi à l'économie canadienne de continuer de croître à un rythme soutenable. Depuis novembre 1999, le taux d'escompte a été majoré de 125 points de base par rapport au niveau de 4,75 % auquel il s'était maintenu durant la majeure partie de l'année dernière.



Le relèvement de mai, qui faisait suite à une décision du même ordre de la Réserve fédérale américaine, a été motivé par les craintes que la vigueur de la demande de produits canadiens au pays et à l'étranger ne pousse l'appareil de production aux limites de sa capacité. Étant donné que les États-Unis constituent un débouché important pour nos exportations, la mesure adoptée par la Réserve fédérale en vue de modérer la croissance rapide de l'économie américaine a fait ressortir le risque que toujours présent que les pressions s'exerçant du côté de la demande et de l'inflation dans ce pays ne se propagent au Canada. La décision de la Banque d'embroïter le pas à la Réserve fédérale reflète les similitudes actuelles de la conjoncture économique dans les deux pays, notamment les forts taux de croissance de la demande globale.

Un certain nombre d'autres indicateurs semblent plutôt étayer l'opinion selon laquelle l'économie se trouve maintenant en situation de demande excédentaire. La mesure du taux d'utilisation des capacités dans le secteur de la fabrication de produits agricoles a dépassé au second trimestre de 2000 le niveau atteint à la fin des années 1980. On a aussi signalé des pénuries de main-d'œuvre qualifiée, surtout dans les secteurs du génie, de la construction, du transport ainsi que de l'hébergement et de la restauration. De plus, il est possible que, les politiques de maîtrise de l'inflation ayant gagné en crédibilité, les pressions sur l'appareil de production mettent maintenant plus de temps à se répercuter sur les prix et les salaires.

Dans l'ensemble, les résultats dont nous disposons n'ont pas confirmé que l'économie se trouvait, au milieu de l'année, aux prises avec une demande excédentaire, mais ils portent à croire qu'elle fonctionne à un niveau proche des limites de sa capacité de production.



Il convient de souligner, encore une fois, que les estimations de l'écart de production sont entachées d'une grande incertitude. Et puisque la mesure usuelle ne réagit qu'avec un certain retard, elle risque de sous-estimer la capacité de production en période de progrès techniques intenses. Ce risque est renforcé par l'ampleur des investissements qui ont été réalisés depuis 1996 dans les domaines de l'informatique et des technologies de l'information et par l'intensité des restructurations opérées par les entreprises canadiennes au cours des années 1990⁶. En conséquence, la Banque surveille une vaste gamme d'indicateurs de la production potentielle.

Certains de ces indicateurs donnent à penser qu'il subsistait des capacités excédentaires dans l'appareil de production au cours des six premiers mois de l'année. Il est à noter, en premier lieu, que l'inflation mesurée par l'indice de référence a été inférieure aux projections. En outre, le ratio des commandes en carnet aux expéditions dans le secteur de la fabrication a très peu varié au cours de la dernière année et se situe en dessous du niveau atteint en 1998. Enfin, la forte augmentation du taux d'activité indiquerait que l'offre de travail s'est accrue aussi rapidement que la demande, et les hausses sous-jacentes des coûts unitaires de main-

*... il subsiste un risque
que cette mesure sous-
estime la capacité de
production de l'économie.*

6. Kwan (2000) examine les résultats d'une enquête menée récemment par les représentants régionaux de la Banque du Canada auprès d'un certain nombre d'entreprises en vue de comparer les restructurations des années 1980 avec celles des années 1990.

Note technique 3

Révisions apportées à la mesure économétrique
de la production potentielle

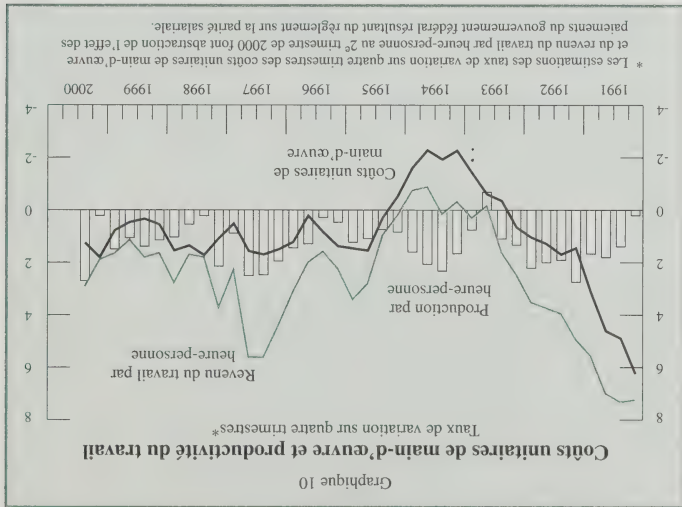
La production potentielle désigne la quantité de biens et de services que l'économie peut générer de façon soutenue sans attiser les pressions inflationnistes. Comme elle ne peut être observée directement, il faut l'estimer. La Banque met constamment à jour ses estimations du potentiel de l'économie à la lumière des nouvelles données qu'elle reçoit et des résultats des recherches visant à cerner le profil d'évolution tendanciel des déterminants de la production potentielle.

Les révisions que la Banque vient d'apporter à sa mesure économétrique de la production potentielle peignent un tableau plus optimiste de la capacité de l'économie que celui qui avait été brossé dans le *Rapport de mai* dernier. Selon les nouvelles estimations, l'économie tournait juste en deçà des limites de sa capacité à la fin de 1999. Ce relèvement du niveau estimatif de la production potentielle est dû au rajustement à la hausse de la croissance tendancielle de la main-d'œuvre disponibles pour le PIB et à l'évolution récente de l'inflation des salaires et des prix.

La réévaluation du profil d'évolution passé de l'offre de main-d'œuvre reflète en partie la forte reprise du marché du travail depuis 1997, qui n'a engendré aucune pression importante sur les coûts. Les estimations des taux d'activité tendanciels des jeunes et des personnes d'âge mûr ont été révisées à la hausse en raison d'une augmentation plus marquée que prévu des taux d'activité de ces deux groupes. En outre, les réformes structurelles sur le marché du travail ont probablement entraîné un accroissement de la main-d'œuvre disponible. Un examen de la progression récente de la productivité du travail fait également ressortir un taux tendanciel de croissance supérieure aux estimations antérieures. Toutefois, le regain de croissance de la production demeure à l'intérieur de l'intervalle normal de variation.

Étant donné la croissance tendancielle plus forte de la main-d'œuvre disponible et de la productivité du travail et compte tenu de la poursuite de l'essor de l'investissement et de l'expansion de la production potentielle allant de 2,75 à 3,25 % en 2000 et durant les années suivantes, ce qui est plus élevé que la plage de 2,5 à 3,0 % indiquée dans le *Rapport de mai* dernier.

Cette mesure de la production potentielle continuera d'être mise à jour en fonction des nouvelles données obtenues. Toutefois, comme elle fait appel à des données rétrospectives, elle met un certain temps à s'ajuster aux modifications des tendances fondamentales. En cette ère d'évolution rapide des technologies, il y a donc un risque que la mesure économétrique sous-estime la production potentielle. L'évaluation du niveau de la production potentielle par rapport au PIB réel doit par conséquent s'appuyer sur une gamme plus vaste d'indicateurs de la capacité de production et des pressions inflationnistes.



essor de la production par travailleur a contribué à contenir la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre qui, si l'on fait abstraction de l'effet ponctuel des paiements du gouvernement fédéral résultant du règlement sur la parité salariale, se situait au milieu de l'année tout juste au-dessus de 1 % (en glissement annuel).

Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

Les plus récentes données fournissent une évaluation plus optimiste du niveau actuel de la production potentielle et de ses perspectives de croissance. Au moment de la rédaction du *Rapport de mai*, différents indicateurs laissaient supposer que la mesure économétrique de la production potentielle que la Banque utilise pouvait avoir sous-estimé les capacités de production totales au sein de l'économie canadienne. La dernière mise à jour de cette mesure (Note technique 3) donne maintenant à penser que notre économie tournait à la fin de 1999 légèrement en deçà des limites de sa capacité de production, et non à un rythme de près de 0,75 % au-dessus de celles-ci, comme nous l'indiquions dans le dernier *Rapport*.

Selon la nouvelle estimation, toutefois, une demande excédentaire serait apparue dans l'économie au premier semestre de 2000, la croissance de la production globale étant demeurée supérieure au rythme auquel la capacité de production peut augmenter selon les estimations (Graphique 11).

Bien que la mesure
économétrique de la
production potentielle
donne à penser que l'éco-
nomie est en situation de
demande excédentaire...

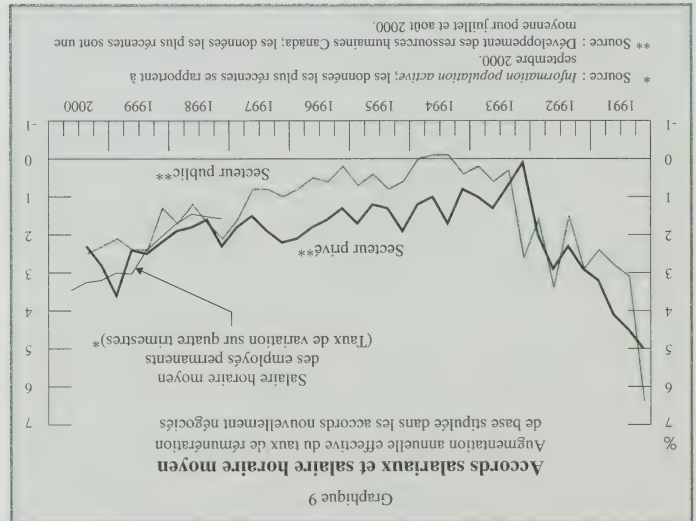
4. Dans le calcul de la hausse tendancielle du revenu du travail, il a été fait abstraction de l'incidence des paiements du gouvernement fédéral résultant du règlement sur la part salariale, qui a relevé de 1,1 % le niveau du revenu total du travail au deuxième trimestre.

5. L'expansion du PIB réel observée au cours de la dernière année a été concentrée dans la production de biens et services de haute technologie, dont les prix ont beaucoup baissé depuis 1992. Par conséquent, la contribution de ces composantes à la croissance globale est surevaluée dans la mesure usuelle du PIB réel, qui repose sur les prix en vigueur en 1992. Si l'on recourait plutôt à l'indice de volume en chaîne de Fisher pour estimer le PIB réel — comme c'est le cas aux États-Unis —, la hausse en glissement annuel de la production par heure-personne au deuxième trimestre de 2000 serait ramenée à 2 %. Néanmoins, quelle que soit la mesure de la production globale utilisée, la productivité du travail a enregistré l'année dernière une progression qui dépasse largement le taux tendanciel de croissance d'environ 1 % par an observé durant la période s'étalant de 1975 à 1999.

La productivité du travail, mesurée par la production par heure-personne, s'est nettement améliorée au premier semestre de 2000. Sa progression a atteint plus de 2,5 % entre le deuxième trimestre de 1999 et celui de cette année (Graphique 10). Il se pourrait que la forte poussée des investissements en machines et matériel ces dernières années commence à faire sentir ses effets sur la croissance tendancielle de la productivité du travail⁵. Cet

Le taux d'accroissement tendanciel sur quatre trimestres du revenu du travail par heure-personne, une autre mesure globale du taux de variation des salaires, s'est chiffré à 3 % environ au second trimestre de 2000⁴. La moyenne des hausses annuelles constatées aux employés syndiqués du secteur privé s'est établie à 2,3 % pour les huit premiers mois de 2000, en légère baisse par rapport à la moyenne de 2,6 % enregistrée en 1999 (Graphique 9).

... la hausse tendancielle des coûts de main-d'œuvre a été modeste.



La poussée des investissements en machines et matériel s'est poursuivie...

... ce qui a fait à nouveau grimper le volume des importations.

Le taux d'augmentation des salaires semble être monté à environ 3 %.

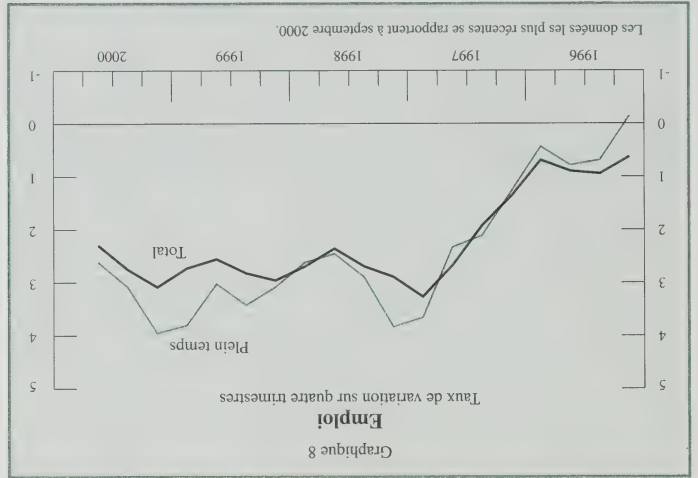
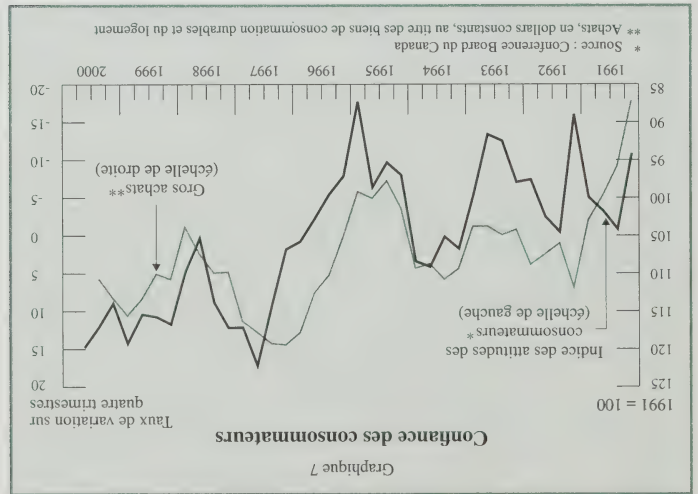
La croissance de la productivité du travail s'est ralentie...

Stimulées par d'autres gains marqués sur le plan de la rentabilité et par des niveaux de confiance élevés, les dépenses d'investissements des entreprises ont vivement augmenté tout au long du premier semestre de 2000. La poussée des dépenses en machines et matériel s'est poursuivie, atteignant en moyenne plus de 23 % en chiffres annuels au premier semestre, contre 16 % au semestre précédent. Cette hausse soutenue témoigne de la montée continue de la demande en ordinateurs et en matériel connexe de pointe. Les dépenses en installations, en particulier dans l'industrie pétrolière et gazière, se sont aussi accrues de façon considérable au premier semestre de l'année. Les premiers indicateurs pour le troisième trimestre incitent à penser que la progression des investissements est demeurée solide.

Les investissements en stocks se sont inscrits en baisse au premier semestre de cette année en raison de la vigueur de la demande, dont on peut supposer qu'elle avait été en partie sous-estimée. Les importations ont continué d'afficher une très vive croissance au cours des six premiers mois de 2000, principalement sous l'effet des investissements majeurs en machines et matériel effectués par les entreprises. Les importations de matières industrielles ont aussi connu une hausse marquée, ce qui s'explique par l'élan qu'il a fallu imprimer à la production pour répondre à la forte demande de biens d'exportation. La croissance des exportations ayant légèrement dépassé celle des importations, l'excédent de la balance commerciale s'est un peu accru en volume. Les termes de l'échange se sont encore améliorés, en grande partie grâce au renchérissement de l'énergie. Aussi le solde de la balance courante (en termes nominaux) a-t-il beaucoup augmenté au premier semestre de cette année, l'excédent dégagé se chiffrant en moyenne à 1,7 % du PIB. Selon des données préliminaires, la situation de la balance courante est probablement demeurée très favorable au troisième trimestre de 2000, car une nouvelle amélioration des termes de l'échange a contrebalancé une réduction du solde commercial en termes réels.

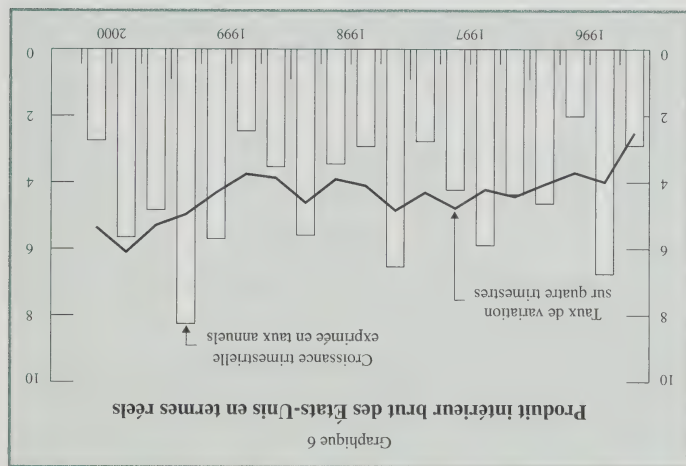
La maîtrise des coûts

La progression des salaires revêt une importance particulière lorsqu'il s'agit de surveiller l'évolution des coûts globaux, puisque les coûts de main-d'œuvre représentent plus de la moitié de l'ensemble des coûts de production. D'après les indicateurs dont nous disposons, les salaires semblent avoir augmenté d'environ 3 % au premier semestre de 2000. Compte tenu de l'accroissement récent de la productivité du travail, la hausse sous-jacente des coûts de main-d'œuvre reste compatible avec le maintien de l'inflation mesurée par l'indice de référence bien à l'intérieur de la fourchette cible. En glissement annuel, l'augmentation des gains horaires moyens (heures supplémentaires non comprises) pour les employés permanents a été de 3,5 % au troisième trimestre de 2000, en hausse



troisième trimestre². La croissance du revenu réel des particuliers a été alimentée par de nouveaux progrès au chapitre de l'emploi (Graphique 8) et par l'effet ponctuel des paiements du gouvernement fédéral résultant du règlement sur la parité salariale³.

2. Le recul qu'a accusé le secteur de la construction (résidentielle et non résidentielle) au deuxième trimestre de 2000 est attribuable en partie à un conflit de travail ayant touché la région de Toronto.
3. On estime que ces paiements ont fait croître le niveau du revenu des particuliers d'environ 0,7 % au deuxième trimestre de 2000.



nous disposons indiquent que la croissance des exportations a
décéléré au troisième trimestre.
Compte tenu du niveau de confiance élevé des consommateurs
et des nouvelles hausses du revenu disponible réel, les dépenses
des ménages au Canada ont continué de progresser rapidement
aux deux premiers trimestres de 2000, mais à une cadence moindre
qu'au second semestre de 1999 (Graphique 7). En particulier, les
dépenses sensibles aux taux d'intérêt, comme l'achat de logements
ou de véhicules automobiles, ont reculé durant les six premiers
mois de l'année. Néanmoins, les informations obtenues jusqu'à
présent portent à croire que ce type de dépenses a repris au

*Les dépenses des
ménages ont continué
à progresser de façon
marquée.*

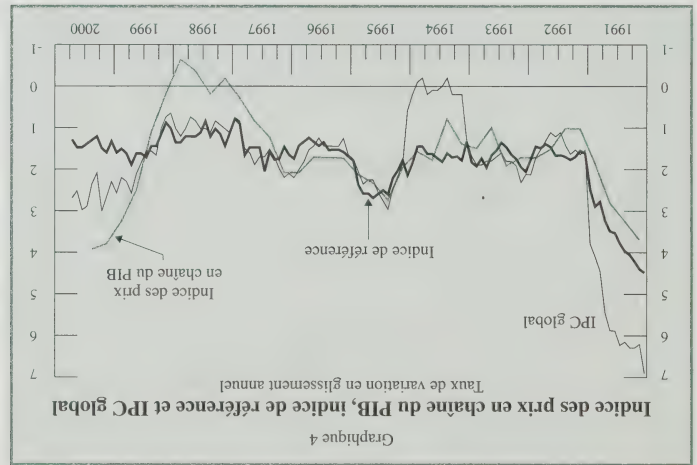
Après avoir augmenté de 5,8 % en taux annuel au second semestre de 1999, le PIB réel du Canada a progressé de 4,9 % au premier semestre de 2000 (Graphique 5). Ainsi, bien qu'elle ait légèrement ralenti, la croissance de l'activité économique est restée vigoureuse et nettement supérieure à celle de la production potentielle à la faveur de la hausse des exportations et des investissements des entreprises en machines et matériel. Les chiffres les plus récents donnent à penser que l'expansion s'est poursuivie à un rythme robuste de 3,5 à 4,5 % au troisième trimestre de 2000.

Après avoir affiché une expansion rapide au premier semestre de l'année, l'économie américaine a ralenti au troisième trimestre (Graphique 6). La croissance des investissements en matériel et en logiciels est demeurée forte, malgré une décélération par rapport à aux trimestres précédents.

Grâce à la vigueur de la demande globale aux États-Unis et à la position concurrentielle favorable des industries canadiennes, l'essor de nos exportations, notamment celles de matériel de pointe, s'est maintenu au cours des six premiers mois de 2000. Un nouvel accroissement du volume des exportations de produits de base a aussi joué un rôle à cet égard. Les premières données dont

La demande globale

Les facteurs qui influent sur l'inflation

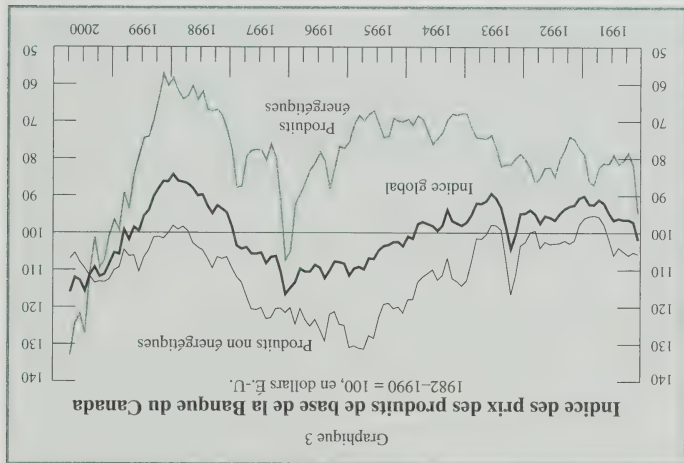


produits au Canada) demeurait à la mi-2000 bien supérieur à celui de l'indice de référence (Graphique 4). Les paiements du gouvernement fédéral résultant du règlement sur la parité salariale ont aussi fait augmenter le niveau de l'indice des prix en chaîne du PIB d'environ 0,6 % au deuxième trimestre.

La croissance du PIB réel a nettement dépassé celle de la production potentielle.

... mais n'ont guère
eu d'incidence sur
l'inflation mesurée par
l'indice de référence.

Malgré cette montée généralisée des prix de l'énergie, les effets de première vague du mouvement de hausse sur l'indice de référence demeurent minimes, et on n'observe aucune trace d'effets de seconde vague provenant des attentes d'inflation. Selon nos estimations, l'augmentation de l'indice de référence due au renchérissement de l'énergie a été de moins de 0,2 % depuis la fin de 1998 et de moins de 0,1 % au cours des douze derniers mois. Elle est largement imputable aux effets de première vague de la hausse des coûts de l'énergie sur les prix du transport entre villes. Le faible degré de transmission des mouvements de prix — tout comme le peu d'effet des variations du taux de change sur l'indice de référence — pourrait tenir en partie à la crédibilité accrue des politiques de bas taux d'inflation (Note technique 2).



Après avoir considérablement augmenté en 1999 et au début de 2000, les prix des produits de base non énergétiques ont fléchi depuis le début de mai, malgré la poursuite de la robuste expansion de l'économie mondiale (Graphique 3). L'appréciation du dollar américain par rapport aux autres grandes devises a contribué à empêcher les prix en dollars E.-U. de nombreux produits de base de se redresser davantage. De plus, l'abondance de l'offre a entraîné un recul des prix des produits agricoles. Les prix du bois d'œuvre ont aussi été soumis à de vives pressions à la baisse liées au ralentissement de l'activité dans le secteur de la construction aux États-Unis et à la présence de capacités excédentaires dans l'industrie.

La forte remontée qu'ont connue durant la dernière année les cours des produits de base énergétiques que le Canada exporte, combinée à l'augmentation des prix des produits non énergétiques jusqu'à la fin du premier trimestre de 2000, explique en grande partie pourquoi l'accroissement annuel de l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et services

Note technique 2

Incidence réduite du taux de change sur l'indice de référence

La tendance fondamentale de l'inflation est déterminée par les attentes d'inflation et l'écart entre la demande et l'offre au sein de l'économie. À court terme, cependant, l'indice de référence et l'IPC global sont tous deux influencés, directement ou non, par les variations des prix relatifs de certains biens et services. Deux de ces prix revêtent une importance particulière : le taux de change — le prix relatif du dollar canadien vis-à-vis des autres devises — et le prix des produits de base énergétiques comparativement à celui des autres biens et services.

Selon les estimations traditionnellement utilisées, les variations persistantes du cours du dollar canadien se reflètent sur l'indice de référence dans une proportion d'environ 20 %, ce qui correspond en gros à la teneur en importations des biens et services compris dans le panier de l'indice de référence établi pour 1986. Comme la part des importations dans l'indice est passée de 15 % environ en 1976 à quelque 27 % en 1997, on se serait attendu à ce que l'incidence directe des variations du taux de change sur l'indice de référence ait aussi augmenté. Elle semble au contraire avoir diminué depuis le milieu des années 1980, à en juger par les résultats d'études économétriques et d'analyses de cas. L'analyse de deux périodes au cours desquelles le dollar canadien a subi une dépréciation marquée (soit entre le quatrième trimestre de 1991 et la fin de 1994 et entre le milieu de 1997 et la fin de 1998) montre que la variation cumulative en pourcentage du prix des biens à forte teneur en importations a été bien inférieure à ce que l'on aurait pu augurer de l'évolution du taux de change et du prix de biens comparables aux États-Unis². Les auteurs qui se sont intéressés à d'autres pays ayant connu une dépréciation majeure de leur monnaie (comme le Royaume-Uni et la Suède) ont constaté eux aussi que les mouvements du taux de change s'étaient reflétés relativement peu sur les prix

Divers facteurs, dont les effets des importations restreintes menées dans le commerce de détail, ont été invoqués pour expliquer le faible degré de transmission des variations du taux de change pendant la première moitié des années 1990. Mais ils paraissent moins bien à expliquer pourquoi le phénomène semble se poursuivre au Canada et pourquoi il touche de nombreux pays industriels. Il se pourrait bien que le climat de bas taux d'inflation soit lui-même en train de modifier les comportements en matière d'établissement des prix. Quand l'inflation se situe à des niveaux peu élevés et que l'engagement de la banque centrale à l'y maintenir jouit d'une grande crédibilité, les entreprises sont moins enclines à repercuter rapidement les hausses de coûts sur les prix à la consommation. D'après certains travaux empiriques, la baisse de l'inflation aurait en effet atténué la persistance des chocs inflationnistes (Taylor, 2000). Si les mouvements des coûts et des prix relatifs, tel le coût des biens et services importés, ne sont pas jugés persistants, ils risquent moins d'influer sur les attentes d'inflation et, partant, sur le taux d'inflation à long terme.

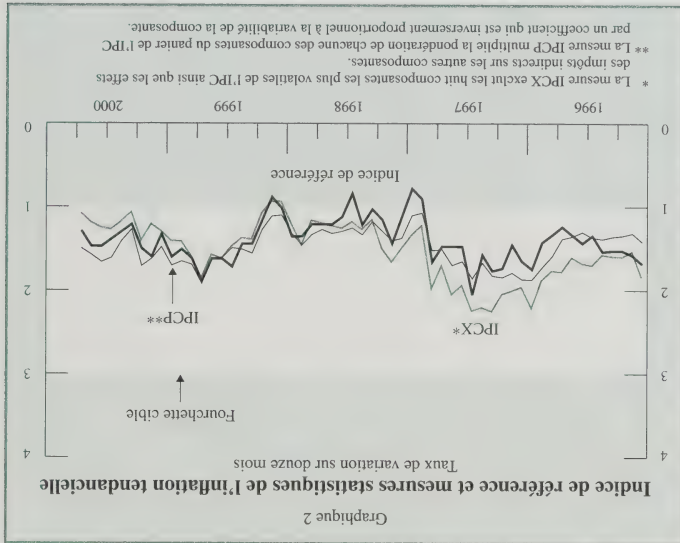
Le climat de bas taux d'inflation pourrait aussi avoir joué un rôle dans la faible incidence de l'évolution des prix de l'énergie sur l'inflation mesurée par l'indice de référence, encore que les résultats empiriques à ce sujet soient limités. À ce jour, la forte montée des prix du pétrole brut depuis la fin de 1998 a eu peu d'effet sur l'indice au regard de l'incidence estimative à long terme³. À titre d'exemple, signaux que les hausses de tarifs dans le transport aérien et routier n'ont pas été aussi élevées que ne le laissait entrevoir la part des coûts de l'énergie dans le prix de revient de ce type de services.

1. Selon Fillion et Léonard (1997), le coefficient de transmission des variations du taux de change dans un modèle formalisant la courbe de Phillips a été bien plus élevé durant les années 1974-1982, caractérisées par une forte inflation, qu'en période de faible inflation. Ce résultat se vérifie toujours dans le modèle réestimé récemment.

2. Laflèche (1996-1997) analyse la première de ces deux périodes.

3. Pour une analyse de l'incidence de ces deux périodes, voir la Note technique 1 de la livraison de mai 2000 du *Rapport sur la politique monétaire*.

un modeste renchérissement des produits de consommation non énergétiques importés. On a observé déjà que les variations du taux de change ne se répercutaient plus autant sur les prix à la consommation; il semblerait donc que ce phénomène se poursuivie (Note technique 2). Par ailleurs, la concurrence est demeurée vive dans le secteur du commerce de détail, ce qui a donné lieu à des rabais — notamment sur les véhicules automobiles et les appareils électroménagers. De façon plus générale, le niveau moins élevé que prévu de l'inflation mesurée par l'indice de référence conforte aussi la thèse qu'il subsistait des capacités excédentaires dans l'économie au premier semestre de l'année.



*Les prix de l'énergie
ont fait grimper l'IPC
global...*

Si le taux d'augmentation de l'indice de référence est demeuré stable, celui de l'IPC global a fluctué entre 2 et 3 % au cours des six derniers mois. La variabilité de ce dernier et sa nette tendance à la hausse sont en grande partie attribuables à l'ascension des prix de l'énergie. La forte progression de la demande de pétrole à l'échelle de la planète, conjuguée à un faible accroissement de la production mondiale, a fait bondir le cours de l'or noir. En conséquence, les prix de détail de l'essence et du mazout ont grimpé¹. La majoration des prix à la production du gaz naturel a aussi contribué à la hausse marquée des prix à la consommation de l'énergie.

1. Les pondérations appliquées actuellement aux composantes énergétiques du panier de l'IPC sont : 4,51 % pour l'essence et le mazout, 1,02 % pour le gaz naturel et 2,65 % pour l'électricité.

Note technique 1 L'IPC global, l'indice de référence et la politique monétaire

Les cibles de maîtrise de l'inflation établies conjointement par le gouvernement fédéral et la Banque du Canada sont définies par rapport au taux d'accroissement sur douze mois de l'indice des prix à la consommation (IPC) global. L'IPC global est la meilleure mesure disponible du coût de la vie pour la plupart des ménages canadiens et l'indice de l'évolution générale des prix le plus connu et le plus largement accepté.

Bien que les cibles soient exprimées en fonction de l'IPC global, la Banque utilise plutôt l'indice de référence — l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects — pour guider ses décisions en matière de politique monétaire. Le taux d'augmentation de cet indice lui sert donc de *cible opérationnelle*.

Les mouvements à court terme de l'IPC global sont imprévisibles dans une large mesure aux variations des prix de l'alimentation et de l'énergie. Les fluctuations des prix des aliments, notamment les fruits et les légumes frais, sont souvent occasionnées par des perturbations de l'approvisionnement liées aux aléas du climat. Les prix de l'énergie, en particulier ceux de l'essence et du mazout, sont très sensibles aux modifications de l'équilibre entre la demande et l'offre des produits de base énergétiques à l'échelle mondiale. D'ordinaire, les variations des prix de l'alimentation et de l'énergie n'ont qu'un effet temporaire sur l'inflation. De même, les modifications du niveau des impôts indirects, telles que la réduction des taxes sur le tabac en 1994, n'influent sur le taux d'augmentation sur douze mois des prix à la consommation que durant un an (Cf. graphique 1). Parce qu'il fait abstraction de toutes ces influences passagères, le taux d'accroissement de l'indice de référence est une meilleure mesure de la tendance fondamentale de l'inflation et constitue un guide plus utile pour la conduite de la politique monétaire¹. Les mesures de politique monétaire n'agissent que lentement, et leurs effets s'étalent sur un à deux ans. Si la banque centrale s'efforçait de contrebalancer les variations temporaires de l'IPC global, il en résulterait une volatilité accrue des taux d'intérêt et, du même coup, de l'activité économique, avec le risque que la stabilité de l'inflation en souffre à moyen terme, ce qui irait à l'encontre du but recherché.

À condition que les variations des prix de l'alimentation et de l'énergie et les modifications des impôts indirects n'aient que des effets passagers sur l'inflation, l'IPC global et l'indice de référence afficheront des profils d'évolution similaires à moyen terme. Par conséquent, si l'augmentation de l'indice de référence est conforme pendant une période prolongée à la cible établie en matière d'inflation, il devrait, dans la plupart des cas, en être sensiblement de même pour celle de l'IPC global. Si la Banque devait s'attendre à ce que ces deux taux conservent des profils d'évolution divergents, elle corrigerait la trajectoire visée pour l'indice de référence de façon à ramener le taux d'accroissement de l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible².

En retenant l'indice de référence pour cible opérationnelle, la Banque a choisi de composer avec les effets de première vague que peuvent avoir sur l'IPC global les variations des prix de l'alimentation et de l'énergie et les modifications des impôts indirects. Par contre, elle ne tolérera pas qu'une seconde vague d'effets, attribuable aux répercussions de la première vague sur les attentes d'inflation, ne déferle sur les prix. Malgré la flambée des cours de l'énergie depuis un an, on n'a encore observé aucun effet de seconde vague sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Toutefois, la Banque continue de suivre la situation de près.

1. La Banque a également élaboré d'autres mesures de l'inflation fondamentale en se fondant sur les propriétés statistiques des composantes de l'IPC. Deux d'entre elles — l'IPC et l'IPC — sont illustrées au Graphique 2. On trouvera une description de ces mesures dans l'article de Laflèche (1997).

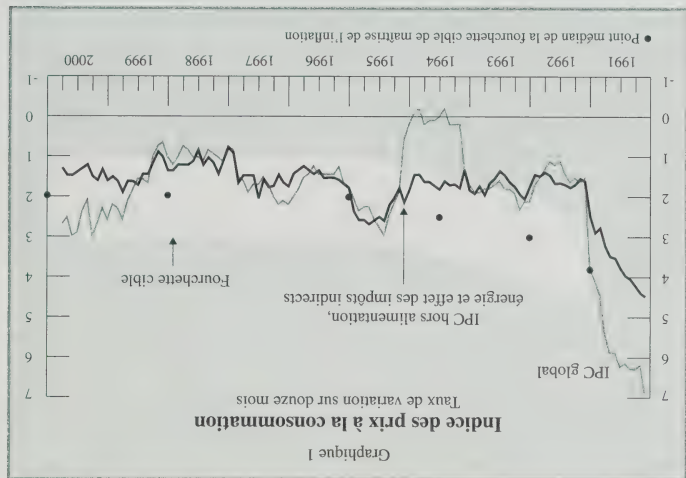
2. Voir Banque du Canada (1991b).

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Bien que la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque soit exprimée en fonction de l'indice des prix à la consommation (IPC) global, celle-ci utilise plutôt l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects — l'indice de référence — pour la guider dans ses opérations de mise en œuvre de la politique monétaire (Note technique 1). Depuis mars dernier, l'inflation mesurée par l'indice de référence est restée dans la moitié inférieure de la fourchette cible et s'est établie légèrement en deçà du niveau prévu dans le *Rapport de mai*. Durant la même période, en raison d'une nouvelle escalade des prix de l'énergie, le taux d'accroissement de l'IPC global est demeuré bien supérieur à celui de l'indice de référence.

L'inflation et la fourchette cible

Le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence était de 1,3 % en septembre, contre 1,5 % en mars dernier (Graphique 1). La progression des autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle est restée similaire à celle de l'indice de référence (Graphique 2).



Le niveau encore étonnamment faible de l'inflation mesurée par l'indice de référence tient toujours principalement aux prix des biens durables et semi-durables. Les prix de ces biens à forte teneur en importations ont baissé durant la dernière année, malgré

L'inflation mesurée par l'indice de référence a été moindre que ce qui avait été prévu dans le Rapport de mai.

1. INTRODUCTION

Au cours des six derniers mois, la plupart des pays ont continué d'afficher une forte croissance économique. De nombreux pays à marché émergent bénéficient d'une reprise, et l'économie japonaise, bien qu'encore fragile, semble plus clairement engagée dans la voie d'une expansion soutenue. Dans la zone euro, le rythme de l'activité est demeuré robuste. L'économie américaine est aussi restée vigoureuse, mais les hausses des taux d'intérêt officiels ont contribué à ralentir quelque peu sa croissance dernièrement.

L'autre trait dominant de l'évolution de la conjoncture internationale a été la flambée et la volatilité des prix du pétrole. Le renchérissement de l'énergie a déjà contribué à faire grimper le taux d'inflation affiché dans la plupart des pays et devrait freiner un peu le rythme de l'expansion cette année et en 2001.

La vigueur de la demande mondiale, conjuguée au fait qu'il paraît de plus en plus possible que les cours du pétrole demeurent supérieurs aux niveaux prévus, a accentué le risque d'une poursuite de la hausse de l'inflation dans les grands pays industriels. La perspective d'une telle hausse a déjà incité de nombreuses banques centrales à majorer leurs taux d'intérêt directeurs.

Au Canada, la croissance de la production a dépassé les prévisions au premier semestre de 2000, se chiffrant à environ 5 %. Malgré cette robustesse, l'inflation tendanciellement restée inférieure à ce qui avait été projeté. Certains signes indiquent que l'expansion canadienne, l'inflation mesurée par l'indice de référence de production et fera monter l'inflation mesurée par la Banque; toutefois, cela devrait se produire plus tard en 2001 qu'on ne l'avait pensé.

L'évolution de la situation met en évidence trois grands facteurs d'incertitude pesant sur les perspectives économiques au Canada, à savoir la progression de la demande aux États-Unis, le niveau actuel et le taux de croissance futur de la capacité de production de l'économie canadienne et les prix mondiaux de l'énergie. Si la progression de la demande américaine de produits canadiens demeure vigoureuse, des pressions inflationnistes pourraient voir le jour au pays. Toutefois, le potentiel de production de l'économie pourrait être supérieur à ce que la Banque avait estimé, compte tenu des gains récents observés au chapitre de la production vite ainsi que de la poussée des investissements en machines et matériel. Enfin, plus les prix de l'énergie se maintiennent à des niveaux élevés, plus ils risquent d'influencer les prix d'autres biens et services, de même que les anticipations d'inflation.

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

AU CANADA

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi, c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques du revenu et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- À compter de décembre 2000, des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque — à savoir le taux officiel d'escompte, qui correspond à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour — seront effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant le taux d'escompte, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable. L'incidence qu'a une modification des conditions monétaires sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener l'inflation au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. En décembre 1993, il a été décidé de maintenir cette fourchette jusqu'à la fin de 1998. En février 1998, son application a été prolongée jusqu'à la fin de 2001.
- Le gouvernement et la Banque comptent établir, d'ici la fin de 2001, quelle cible à long terme de la politique monétaire est compatible avec la stabilité des prix.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix des aliments et de l'énergie et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects, mesure qu'elle appelle *indice de référence*.

- En longue période, les mesures de l'inflation fondées sur l'IPC global et sur l'indice de référence tendent à présenter des profils d'évolution similaires. Toutefois, si l'on s'attendait à ce que les deux indices affichent de façon persistante des profils d'évolution divergents, la Banque ajusterait la trajectoire souhaitée pour le taux d'augmentation de l'indice de référence de façon à ramener celui de l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction	5
2. L'évolution récente de l'inflation	6
L'inflation et la fourchette cible	6
Les facteurs qui influent sur l'inflation	11
3. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation	20
4. Les perspectives en matière d'inflation	25
La conjoncture internationale	25
La demande et l'offre globales au Canada	26
La mesure des attentes relatives à l'inflation	27
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation	29
Les autres indicateurs des pressions inflationnistes	30
Les indicateurs de la monnaie et du crédit	30
Les prévisions relatives à l'inflation	33
5. Conclusions	35
Bibliographie	36

S'il est une chose que les autorités monétaires ont apprise au fil de leurs analyses et de leurs expériences, c'est bien qu'elles ne gagnent rien à suivre des procédures opérationnelles complexes ou une politique monétaire aux objectifs vagues. [...] Pour être efficace, la politique monétaire n'a pas à s'entourer de mystère ou de subtilités ambiguës. Ce dont elle a besoin, c'est d'un objectif clair et d'un instrument simple.

*Gordon Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada
Conférence prononcée devant la Faculté
des sciences sociales
de l'Université Western Ontario
le 17 octobre 2000*

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— novembre 2000 —

*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de Gordon Thiessen, Malcolm Knight, Charles Freedman,
Paul Jenkins, Tim Noël, Sheryl Kennedy et Pierre Duguay.*

BANQUE DU CANADA

L'épreuve numismatique du dollar en argent sterling de 1998, qui est reproduite en page couverture, a été frappée pour marquer le 125^e anniversaire de la fondation de la Police à cheval du Nord-Ouest; cette pièce est l'œuvre d'Adeline Halvorson. Au moment de la création de la Confédération en 1867, le Canada ne comptait que quatre provinces, toutes situées dans l'Est. En 1870, le gouvernement a fait l'acquisition d'un vaste territoire appartenant à la Compagnie de la Baie d'Hudson. Pour que l'on puisse aller de l'avant avec les projets de colonisation de cette région, il fallait d'abord réprimer la contrebande de whisky et établir des relations pacifiques avec les peuples autochtones. En mai 1873, la Police à cheval du Nord-Ouest a été constituée pour faire régner la loi, l'ordre et l'autorité canadienne dans l'Ouest du pays. L'illustration du revers représente un cavalier appartenant à ce service de police, qui, en 1920, allait devenir la Gendarmerie royale du Canada. L'avers est orné d'un portrait de Sa Majesté la reine Elisabeth II, réalisé par l'artiste Dora de Pédery-Hunt.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

3830
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé



— novembre 2000 —

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

ÉLABORÉ PAR L'AMBA

MONETARY POLICY REPORT

– November 2000 –

Summary

Continuing strong demand worldwide, together with robust domestic demand, has bolstered Canada's output growth this year. Although growth has exceeded expectations, the trend of inflation has continued to be lower than projected.

While growth in the U.S. economy has been robust, the pace of activity moderated in the third quarter. Growth in the euro area has been solid, and recoveries have taken hold in many emerging-market economies.

The combination of strong global demand, the rapid ascent of oil prices, and the increased likelihood that oil prices will remain above previously expected levels has heightened the risk of higher inflation rates in the major industrial countries.

In this environment, there are three main areas of uncertainty for Canada's economic outlook. These are: the path of demand growth in the United States, the current level and the prospective growth of Canada's production capacity, and world energy prices.

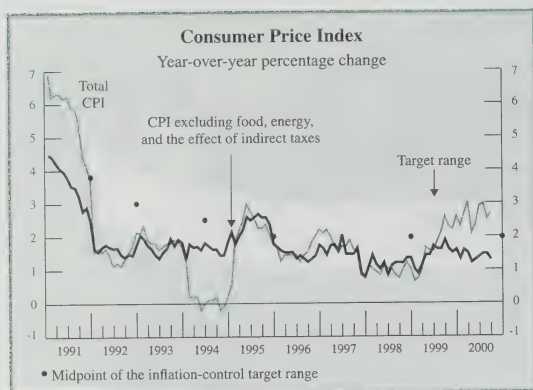
Recent Developments

While Canada's real GDP growth eased slightly in the first half of 2000, at 4.9 per cent, it was still well above

the estimated growth of potential output. Current information points to continued solid growth in a range of 3.5 to 4.5 per cent for the third quarter.

Highlights

- The Bank has revised up its projection of output growth for this year to 5 per cent and anticipates output growth between 3 and 4 per cent for 2001.
- At these rates of expansion, pressures on production capacity will intensify, and, as a result, core inflation is expected to rise to 2 per cent in the second half of next year.
- If oil prices were to stabilize at levels just below US\$30 a barrel, the rate of increase in the total CPI would be expected to move down to about 2 per cent by the end of 2001.
- The three main areas of uncertainty for this outlook are: the path of demand growth in the United States, the current level and prospective growth of Canada's production capacity, and world energy prices.



Over the same period, core CPI inflation (the CPI excluding food, energy, and the effect of changes in indirect taxes) remained in the lower half of the Bank's inflation-control target range, below the level projected in the May Report.

While surging energy prices have pushed up the total CPI, there has been, as yet, little effect on core inflation and inflation expectations.

Wages appear to have risen by close to 3 per cent in the first half of 2000. However, considerable gains in labour productivity held down unit labour costs.

The latest information provides a more optimistic assessment of the current level and prospective growth of potential output than at the time of the May Report.

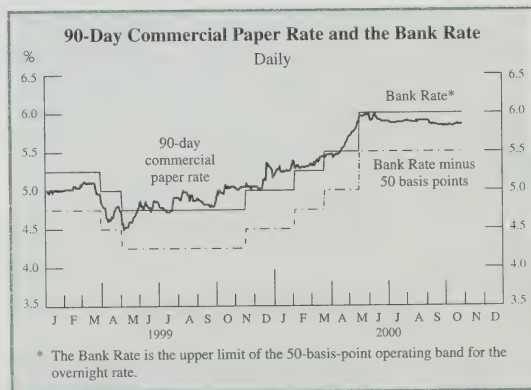
The conventional measure now suggests that the economy may have moved into a position of excess demand by mid-2000, instead of in the second half of 1999, as previously estimated. (See Technical Box 3 of the full Report.) However, because of the uncertainty surrounding estimates of the output gap, the Bank

continues to examine a broad range of indicators of pressure on capacity before coming to a view on the level of potential output relative to actual GDP.

Overall, it is the Bank's judgment that the weight of evidence, including the fact that core inflation has been lower than expected, does not confirm that the economy had moved into excess demand by mid-year, but it does point to a level of activity close to capacity limits.

Starting in December 2000, the Bank will be moving to a fixed schedule for setting the Bank Rate. This should help focus attention on the Canadian economic situation and will also provide the Bank with more opportunities to comment on the path of monetary policy.

Concern about future pressure on capacity limits arising from strong international and domestic demand prompted the Bank to raise the Bank Rate by 50 basis points on 17 May to keep the trend of inflation within the Bank's target range. This action



followed a similar move by the U.S. Federal Reserve in response to the rapid growth in that economy. The Fed's action served to underscore the continued risk that strong U.S. demand pressures could spill over into Canada. After these actions, bond yields declined as markets perceived a lower inflation risk.

A dominant feature in foreign exchange markets over the past six months has been the strength of the U.S. dollar. Against this background, the Canadian dollar has fluctuated between 65.3 and 68.3 cents (US) and has risen strongly against most other major currencies.

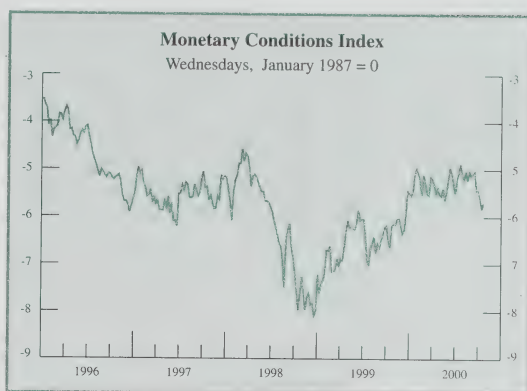
For most of the past six months, the Bank's monetary conditions index fluctuated in a range of -5.5 and -5.0. More recently, it has been in the -5.5 to -6.0 range, reflecting the movement of the Canadian dollar against the U.S. dollar.

The Outlook for Inflation

In the United States, the recent interest rate increases by the Federal Reserve appear to have dampened activity in interest-sensitive areas of the economy to more sustainable levels. Nevertheless, real GDP is expected to grow by about 5 per cent in 2000 and slow to a range of 3.0 to 3.5 per cent in 2001, and the labour market remains very tight.

In the euro area, real GDP growth is expected to remain solid in coming quarters. Many emerging-market economies have continued to recover from the 1997-98 financial crisis, and the Japanese economy, although still fragile, is improving.

While high and volatile world oil prices could dampen these growth



prospects, the underlying strength of the global economy, together with the potential inflation consequences of higher energy prices, continues to tilt the balance of risks towards increased inflation pressures.

Over the next 18 months, Canadian export growth should ease in response to the projected slowing of the U.S. expansion. Household spending in Canada should remain relatively robust, while business investment is expected to moderate from its recent intense pace.

Thus, the Bank is currently projecting output growth for this year at close to 5 per cent. At this robust rate, pressures on production capacity will intensify. If, as assumed, growth of potential output is 3 per cent, this will also lead to conditions of excess demand by early 2001. As a result, core inflation is still projected to rise to 2 per cent, but not until the second half of next year.

Output growth in 2001 is projected to slow to a range of 3 to 4 per cent (on an annual average basis), primarily reflecting the expected slowdown in the U.S. economy. This is expected to

lead to conditions that will keep core inflation steady at 2 per cent as the pace of growth decelerates through the year. Were this slowdown not to materialize, a situation of excess demand in the economy would persist, resulting in further upward pressure on inflation.

If oil prices were to stabilize at levels just below US\$30 a barrel, the rate of increase in the total CPI would be expected to move down to about 2 per cent by the end of 2001.

The principal risks surrounding this outlook revolve around demand, supply, and expectations for inflation.

Continued robust growth in U.S. demand for Canada's exports could increase inflation pressures here. On the supply side, there is a possibility that brisk spending on machinery and equipment, combined with recent productivity gains, could raise capacity limits beyond currently projected

levels. However, until further evidence accumulates, the Bank will continue to take a cautious view regarding the growth potential of the Canadian economy. In addition, there is the risk that if current high energy prices are maintained, they will feed through to the prices of other goods and services and, possibly, into expectations of future inflation.

In this climate of strong economic expansion, high levels of activity relative to potential, and increased energy prices, the challenge for monetary policy will be to judge the balance between aggregate demand and supply and to guard against the risk that higher energy prices could affect core inflation and expectations of future inflation. To preserve the low trend of inflation that has been benefiting the Canadian economy, the Bank must be prepared to adjust monetary conditions in a timely manner.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in May and November. Regular *Updates* are published in August and February. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Services, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca

Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

- novembre 2000 -

Sommaire

L'essor soutenu de la demande mondiale et la vigueur de la demande intérieure ont stimulé la croissance de la production au Canada pendant l'année. Bien que la croissance ait dépassé les attentes, l'inflation tendancielle est restée inférieure à ce qui avait été projeté.

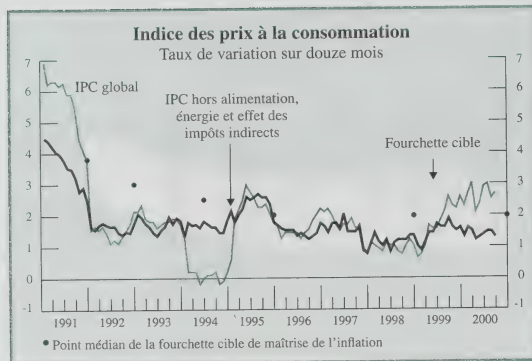
Si le rythme de l'expansion de l'économie américaine est demeuré vif, l'activité s'est modérée au troisième trimestre. La croissance a été solide dans la zone euro, et de nombreux pays à marché émergent ont bénéficié d'une reprise.

La force de la demande mondiale, conjuguée à la hausse rapide des prix du pétrole et au fait qu'il paraît de plus en plus possible que ces derniers restent supérieurs à ce que l'on avait prévu, a accentué le risque d'une hausse de l'inflation dans les grands pays industriels.

L'évolution de la situation met en évidence trois grands facteurs d'incertitude pesant sur les perspectives économiques au Canada, à savoir la progression de la demande aux États-Unis, le niveau actuel ainsi que le taux de croissance futur de la capacité de production de l'économie canadienne et les cours mondiaux de l'énergie.

Faits saillants

- La Banque a révisé à la hausse ses prévisions concernant la croissance de la production et estime maintenant qu'elle se situera cette année à 5 % et qu'elle s'établira entre 3 et 4 % en 2001.
- Étant donné la vigueur de l'expansion, les pressions s'exerçant sur la capacité de production s'intensifieront et, par conséquent, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait monter à 2 % au second semestre de l'année prochaine.
- Si le cours du baril de pétrole brut se stabilise tout juste sous les 30 dollars É.-U., le taux d'augmentation de l'IPC global devrait baisser pour s'établir à environ 2 % d'ici la fin de 2001.
- Les trois grands facteurs d'incertitude pesant sur les perspectives économiques au Canada sont la progression de la demande aux États-Unis, le niveau actuel et le taux de croissance futur de la capacité de production de l'économie canadienne et les cours mondiaux de l'énergie.



L'évolution récente

Bien que la croissance du PIB réel du Canada ait légèrement ralenti au premier semestre de 2000, pour se situer à 4,9 %, elle est tout de même restée nettement supérieure à la croissance estimative de la production potentielle. Les chiffres les plus récents donnent à penser que l'expansion s'est poursuivie à un rythme robuste de 3,5 à 4,5 % au troisième trimestre.

Durant la même période, l'inflation mesurée par l'indice de référence (l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects) est demeurée dans la moitié inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque et s'est établie en deçà du niveau prévu dans le *Rapport* de mai.

Malgré la hausse qu'elle a fait subir au taux d'accroissement de l'IPC global, l'escalade des prix de l'énergie n'a eu jusqu'à présent que peu d'effet sur l'inflation mesurée par l'indice de référence et sur les attentes d'inflation.

Les salaires semblent avoir augmenté de près de 3 % au premier semestre de 2000. Cependant, les gains importants enregistrés sur le plan de la productivité du travail ont contribué à contenir les coûts unitaires de main-d'œuvre.

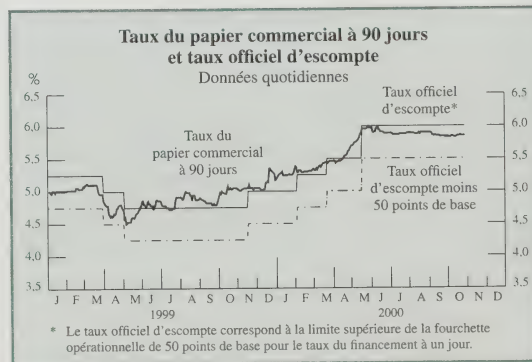
Les plus récentes données fournissent une évaluation plus optimiste du niveau actuel de la production

potentielle et de ses perspectives de croissance qu'au moment de la parution du *Rapport* de mai.

La mesure habituelle de la Banque donne maintenant à penser qu'une demande excédentaire serait apparue dans l'économie durant la première moitié de 2000, au lieu du second semestre de 1999, comme on s'y était d'abord attendu (voir la Note technique 3 dans la version complète du *Rapport*). Cependant, en raison de l'incertitude dont sont entachées les estimations de l'écart de production, la Banque continue d'examiner une vaste gamme d'indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité avant de se forger une opinion sur le niveau de la production potentielle par rapport au PIB réel.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les résultats dont elle dispose, y compris le fait que l'inflation mesurée par l'indice de référence a été inférieure aux attentes, n'ont pas confirmé que l'économie se trouvait, au milieu de l'année, aux prises avec une demande excédentaire, mais ils portent à croire qu'elle fonctionne à un niveau proche des limites de sa capacité de production.

Les craintes que la vigueur de la demande de produits canadiens au pays et à l'étranger ne pousse l'appareil de production aux limites de sa capacité ont incité la Banque à relever



À compter de décembre 2000, la Banque appliquera un nouveau système de dates préétablies pour la mise en œuvre des modifications du taux officiel d'escompte. Le nouveau système devrait contribuer à focaliser l'attention sur la situation économique au Canada et donnera de nouvelles occasions à la Banque de rendre compte de la conduite de la politique monétaire.

le taux officiel d'escompte de 50 points de base le 17 mai, afin de maintenir la tendance de l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible. Cette mesure faisait suite à une décision du même ordre prise par la Réserve fédérale des États-Unis face à la croissance rapide de l'économie américaine. Le geste de la Réserve fédérale a fait ressortir le risque toujours présent que les fortes pressions s'exerçant du côté de la demande dans ce pays ne se propagent au Canada. Les rendements obligataires ont fléchi après ces interventions, les risques d'inflation ayant diminué aux yeux des marchés.

Un trait dominant des marchés des changes au cours des six derniers mois a été la vigueur du dollar américain. Dans ce contexte, le cours du dollar canadien a fluctué entre 65,3 et 68,3 cents É.-U. et s'est apprécié vivement par rapport à la plupart des autres grandes monnaies.

Pendant la majeure partie des six derniers mois, l'indice des conditions monétaires de la Banque a fluctué entre -5,5 et -5,0. Plus récemment, il a oscillé entre -5,5 et -6,0 au gré des variations du dollar canadien par rapport à la devise américaine.

Les perspectives en matière d'inflation

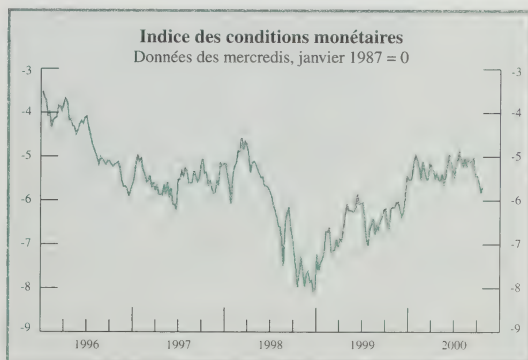
Aux États-Unis, les récentes majorations effectuées par la Réserve fédérale semblent avoir ramené l'activité

dans les secteurs sensibles aux taux d'intérêt à des niveaux plus soutenables. On s'attend toutefois à ce que la progression du PIB réel dans ce pays se situe aux alentours de 5 % en 2000 puis décélère pour s'établir entre 3,0 et 3,5 % en 2001, et à ce que les tensions régnant sur le marché du travail se maintiennent.

Dans la zone euro, la croissance du PIB réel devrait rester vigoureuse au cours des prochains trimestres. La reprise qu'ont connue de nombreux pays à marché émergent au lendemain de la crise financière de 1997-1998 se poursuit, et l'économie japonaise, quoiqu'encore fragile, se redresse.

Bien que le niveau élevé et la volatilité des cours mondiaux du pétrole puissent tempérer ces perspectives de croissance, les risques d'une intensification des pressions inflationnistes sont toujours présents compte tenu de la vigueur fondamentale de l'économie mondiale et des répercussions que pourrait avoir le renchérissement de l'énergie sur l'inflation.

L'avance des exportations canadiennes devrait décélérer au cours des 18 prochains mois, parallèlement au tassement prévu de l'expansion chez nos voisins du sud. On s'attend à ce que la dépense des ménages au pays demeure relativement solide, tandis que les investissements des entreprises devraient se modérer par rapport à



la cadence très rapide observée ces derniers temps.

La Banque prévoit donc que la croissance de la production s'établira à près de 5 % cette année. Un tel rythme signifie que les pressions s'exerçant sur la capacité de production s'accroîtront. Si, comme on le suppose, le taux de croissance de la production potentielle se chiffre à 3 %, l'économie risque de se retrouver aux prises avec une demande excédentaire durant les premiers mois de 2001. Par conséquent, on s'attend encore à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence monte à 2 %, mais pas avant le second semestre de l'année prochaine.

La croissance de la production devrait fléchir en 2001 pour s'établir à l'intérieur d'une plage de 3 à 4 % (en moyenne annuelle), en raison surtout de la baisse de régime anticipée aux États-Unis. Comme cela se traduira par un ralentissement du rythme d'expansion de l'économie au cours de l'année, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se stabiliser à 2 %. Si ce ralentissement ne se matérialise pas, la demande restera excédentaire, ce qui exercera de nouvelles pressions à la hausse sur l'inflation.

Si le prix du pétrole brut se stabilise tout juste sous les 30 dollars É.-U. le baril, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait se replier à environ 2 % d'ici la fin de 2001.

Les principaux risques qui pèsent sur ces prévisions touchent à la demande, à l'offre et aux anticipations d'inflation.

Le dynamisme soutenu de la croissance de la demande américaine de produits d'exportation canadiens pourrait attiser les pressions inflationnistes au Canada. Du côté de l'offre, la hausse des investissements en machines et matériel de même que celle des gains de productivité observée récemment pourraient pousser les limites de la capacité de production au-delà des niveaux actuellement projetés. Cependant, tant que cela ne sera pas confirmé par les données, la Banque continuera de se montrer prudente dans ses projections quant au potentiel de croissance de l'économie canadienne. Enfin, plus les cours élevés de l'énergie se maintiennent, plus ils risquent d'influencer les prix d'autres biens et services et, éventuellement, les attentes relatives à l'inflation.

Dans le contexte actuel, caractérisé par une forte expansion économique, de hauts niveaux d'activité par rapport à la capacité et le renchérissement de l'énergie, le défi que devront relever les autorités monétaires sera d'évaluer où se situe l'équilibre entre l'offre et la demande globales et d'empêcher la hausse des cours de l'énergie de se répercuter sur l'inflation mesurée par l'indice de référence et sur les attentes d'inflation. Pour maintenir la tendance de l'inflation au bas niveau qui s'est avéré bénéfique à l'économie canadienne, la Banque doit se tenir prête à ajuster les conditions monétaires au moment opportun.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en mai et en novembre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en août et en février. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, Services de communication, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

CA1
FN73
- M56

Government
Publications

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— May 2001 —



The 1985 silver dollar on the cover was designed by Karel Roblicek and marks the 100th anniversary of Canada's National Parks. The national parks system began in November 1885 when 26 square kilometres on the north slope of Sulphur Mountain were set aside for public use. This was the beginning of what is now Banff National Park. The Dominion Parks Branch, the world's first distinct bureau of national parks, was formed in 1911, and the National Parks Act was passed in 1930. There are currently 39 national parks and national park reserves (areas designated to become parks).

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

4516
CN ISSN 1201-8783

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— May 2001 —



*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
David Dodge, Malcolm Knight, Charles Freedman, Paul Jenkins,
Tim Noël, Sheryl Kennedy, and Pierre Duguay.*

As we look ahead through this year and into 2002, the Bank remains positive about Canada's economic prospects Canada's economic fundamentals are sound—in fact, they are the best they have been in nearly 30 years. Canada continues to benefit from a climate of low, stable, and predictable inflation.

*David Dodge
Governor of the Bank of Canada
Opening Statement before the
Standing Senate Committee on Banking,
Trade and Commerce
28 March 2001*

CONTENTS

1. Introduction	5
2. Recent Developments in Inflation	6
Inflation and the target range	6
Factors at work on inflation	9
3. Financial Developments	16
Policy actions and financial market developments	16
Other financial developments	18
4. The Outlook for Inflation	20
International background	20
Aggregate demand and supply in Canada	22
Measures of inflation expectations	23
Other factors affecting inflation	26
Projections from monetary aggregates	26
Inflation projection	28
5. Conclusions	29
Bibliography	30

CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in income and employment.

The monetary policy instrument

- Since December 2000, announcements regarding the Bank's policy instrument—its operating band for the overnight interest rate—are taking place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target range. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in monetary conditions is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. In December 1993, this target range was extended to the end of 1998. In February 1998, it was extended again to the end of 2001.
- By the end of 2001, the government and the Bank plan to determine the long-run target for monetary policy consistent with price stability.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of food and energy, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on the CPI excluding food, energy, and the effect of changes in indirect taxes. This measure is referred to as the *core* CPI.
- Over longer periods, the measures of inflation based on the total CPI and the core CPI tend to follow similar paths. In the event of anticipated persistent differences between the trends of the two measures, the Bank would adjust its desired path for core CPI inflation so that total CPI inflation would come within the target range.

1. INTRODUCTION

At the time of the November 2000 *Monetary Policy Report*, although signs of the anticipated slowing of the U.S. economy were becoming apparent, the momentum of the global economy was considered strong.

The U.S. slowdown has, in fact, turned out to be more pronounced than expected, and, largely as a consequence, growth in global demand has been weaker than projected. A weaker global economy, together with declines in energy prices from earlier peaks, has reduced the risk of inflationary pressures worldwide.

The abrupt easing in the pace of U.S. economic expansion, particularly in the markets for motor vehicles and for information and telecommunications equipment, contributed importantly to a slowing in economic growth in Canada towards the end of last year and into 2001. The pace of expansion in both the U.S. and Canadian economies during the first half of this year is now projected to be much weaker than expected last November, as inventory imbalances in those sectors experiencing weaker demand are corrected. As a result, the Canadian economy will probably be operating somewhat below capacity by mid-2001, suggesting some downward pressure on core CPI inflation over the remainder of the year.

To support a rebound in the growth of aggregate demand in the second half of this year and in 2002, the Bank of Canada lowered its Bank Rate by 25 basis points on the 23 January announcement date, by 50 basis points on 6 March, and by 25 basis points on 17 April. These actions brought the Bank Rate down to 5.0 per cent and the target for the overnight rate to 4.75 per cent. These moves were consistent with the policy objective of keeping inflation close to the midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent target range over the medium term.

The main uncertainty facing the Canadian economy is the timing and strength of the rebound in the U.S. economy. While the Bank expects a significant pickup in U.S. growth in the second half of 2001 and some further strengthening in 2002, the abruptness and extent of the slowdown highlight the downside risk that the rebound in aggregate demand in the United States may take longer to take hold.

The slowdown in the U.S. economy has been greater than expected . . .

. . . contributing to lower economic growth in Canada in the first half of 2001 than was projected last November.

As a result, some downward pressure on core inflation is expected over the remainder of the year.

The Bank has lowered the Bank Rate by a total of 100 basis points, consistent with the policy objective of keeping inflation close to the 2 per cent midpoint.

2. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

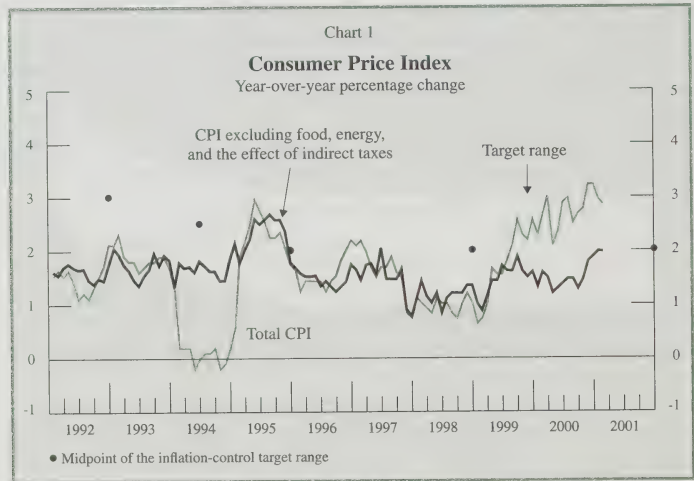
Since last autumn, core CPI inflation has moved up to the midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent inflation-control target range slightly faster than expected. The rate of increase in the total CPI has remained close to 3 per cent, reflecting primarily the increases in energy prices over the past year.

Inflation and the target range

Core inflation has moved up to the midpoint of the target range...

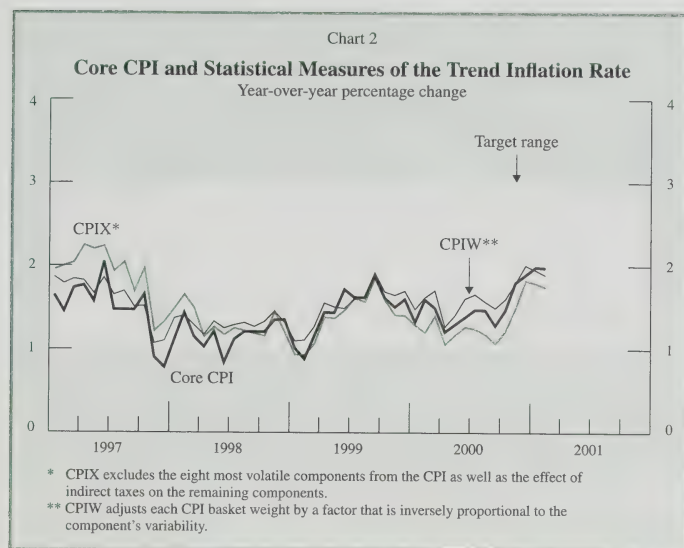
The 12-month rate of increase in the core CPI was 2.0 per cent in February, up from 1.3 per cent last September and marginally higher than projected in the *November Report* (Chart 1). Other statistical measures of the trend rate of inflation were just below the core rate (Chart 2).

The rise in the core rate of inflation over the past six months was broadly based among the major components of the core CPI.



...while the total CPI has remained close to 3 per cent.

The 12-month rate of increase in the total CPI has remained close to 3 per cent since last autumn, reflecting large increases in energy prices over the year. While the rate of increase in fuel oil and gasoline prices has eased over this period, tight supplies of natural gas have led to a substantial jump in overall energy



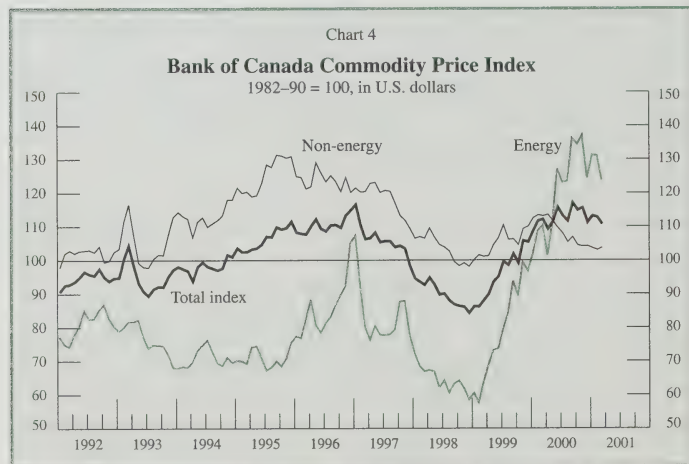
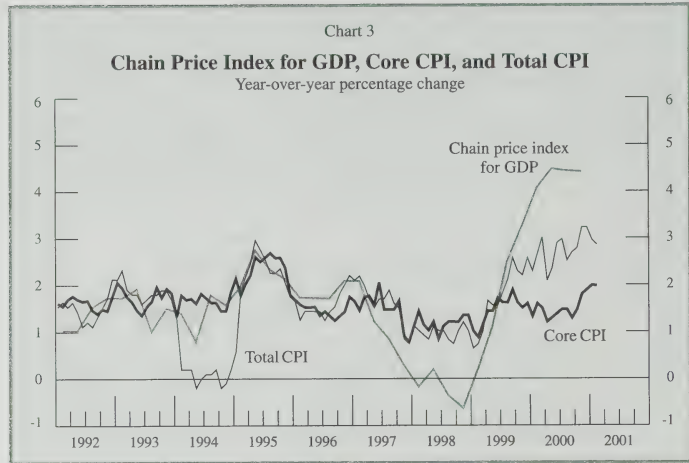
prices.¹ Food prices have also risen considerably in recent months, particularly for beef, pork, and vegetables.

To date, the pass-through of first-round effects from higher energy costs to the core CPI have remained small. The estimated effect was less than 0.1 per cent over the past year and was most evident in the prices of both local and air transportation.

The surge in the prices of Canada's energy commodities between the end of 1999 and the end of 2000 helps to account for the substantial rise over that period in the chain price index for GDP relative to the core CPI (Chart 3).

The prices of non-energy commodities, after easing between May and October of last year, have remained steady in recent months (Chart 4). The slowdown in world economic growth contributed to a further decrease in the prices of metals and pulp, but livestock prices have moved up in response to strengthening demand and reduced supplies in Europe (owing to foot-and-mouth disease).

1. In Alberta, consumer costs for natural gas were held down between January and April by a provincial government assistance program. Electricity prices in British Columbia were kept down between February and April by a special provincial government credit, while electricity prices in Alberta will also be lower throughout 2001 as a result of an Alberta government rebate. These credits are estimated to have reduced the year-over-year change in the national CPI by about 0.3 percentage points in the first quarter of 2001.

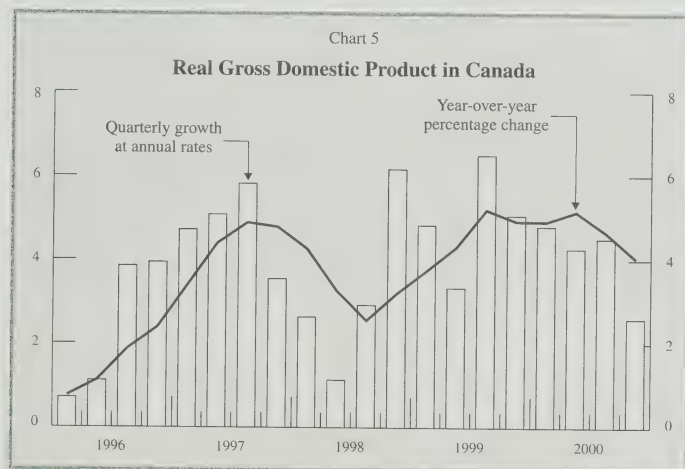


Factors at work on inflation

Aggregate demand

The pace of Canada's economic expansion slowed in the final quarter of 2000, mainly in response to an abrupt slowing in U.S. economic growth. After increasing by 4.5 per cent on average over the first three quarters (Chart 5), real GDP in Canada rose at an annual rate of only 2.6 per cent in the fourth quarter of 2000.² With lower-than-anticipated growth in the fourth quarter and downward revisions to real GDP in the first three quarters of the year, economic activity in 2000 rose by 4.7 per cent on an annual average basis—less than the 5 per cent pace expected at the time of the February *Update*. Available information suggests that real GDP growth for the first quarter of 2001 will be in a range of 1.25 to 2.25 per cent, with robust gains in final domestic demand partly offset by sluggish exports and further reductions in inventory investment.

Real GDP growth slowed in the fourth quarter of 2000 and remained modest in the first quarter of 2001.



2. Based on the chain Fisher volume index (see Technical Box 3, p. 24), aggregate output growth fell from 3.7 per cent, on average, in the first three quarters of 2000 to 1.2 per cent in the final quarter.

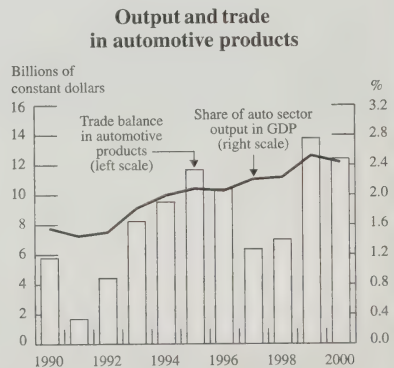
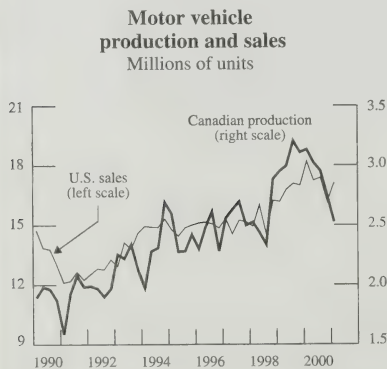
Technical Box 1

Recent Developments in the North American Automotive Sector

Motor vehicle sales rose sharply in the United States in the late 1990s, fuelled by pent-up demand and rising household incomes. Against this background, favourable relative unit labour costs and earlier production decisions that led to Canadian plants manufacturing vehicles in high demand paved the way for Canadian producers to boost their share of the North American market (excluding Mexico) to about 19 per cent (or over 3 million units) in 2000. This growth has been reflected in a rising trade surplus on automotive products of about \$12 billion (in real terms), from less than \$6 billion in 1990. At the same time, about 50,000 jobs were created in the automotive sector which, by 2000, employed roughly 164,000 people. Over the same period, the industry's share of Canadian real GDP increased almost 1 percentage point to about 2.5 per cent.

As Canada's share of the North American market rose, the Canadian auto sector became more exposed to a downturn in U.S. sales. Thus, in response to the slowdown in the United States, the industry cut motor vehicle production and announced a series of temporary layoffs in late 2000 and early 2001. These cuts were designed to bring inventories back to normal levels. Canadian output in motor vehicle and parts manufacturing fell about 23 per cent at annual rates in the fourth quarter of 2000, and a further sharp decline occurred in the first quarter of this year. Sales of motor vehicles in the United States were stronger than expected in the first quarter, however, thus lowering the stock-to-sales ratio significantly. Canadian production of vehicles and parts should therefore recover somewhat in the second quarter.

Nonetheless, sales and production are unlikely to return to their previous peak, since it is likely that pent-up U.S. demand has been largely satisfied. Canadian expenditures on motor vehicles should provide some support later in 2001, given the different cyclical positions of the two economies, tax cuts, and a relatively older fleet of cars in Canada. The impact on Canadian production is likely to be small, however, since most of Canada's output of motor vehicles is directed to the U.S. market, while the bulk of Canadian consumption is satisfied by imports.

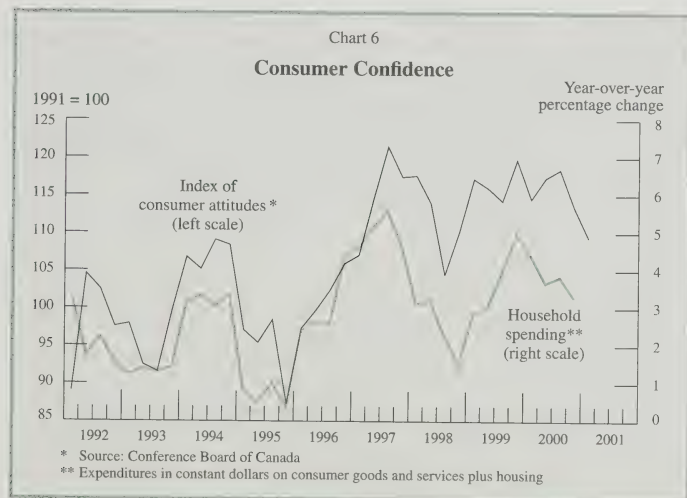


The downturn in the U.S. auto market led to reduced Canadian automotive exports and production in the fourth quarter of 2000 and in early 2001, as manufacturers began to bring inventory levels into balance (Technical Box 1). This contributed to cutbacks in the output of related industries such as primary metals and motor vehicle parts. In addition, as the rate of expansion of spending on machinery and equipment by U.S. businesses fell sharply, the growth in Canadian shipments of electronic products and other machinery and equipment eased considerably from the extremely buoyant pace of the first half of the year (Technical Box 2). Concerned about high inventory levels, Canadian manufacturers of electrical and electronic products have reduced their rates of production.

In particular, the output of motor vehicles declined...

... and production of electrical and electronic products eased.

Investment in capital goods by Canadian business, particularly in highly import-intensive computers and other machinery and equipment, appears to be recovering after falling off in the last three months of 2000. In contrast, household expenditures remained robust through year-end and into 2001, supported by continued high levels of consumer confidence, solid employment growth, and federal and provincial government tax reductions (Chart 6).



Technical Box 2

**Electrical and Electronic Products Manufacturing
in the United States and Canada**

Much of the marked stronger growth in economic activity and productivity in the United States in recent years was generated by unusually rapid progress in information and communications technologies (ICTs). This, in turn, led to very large reductions in the real prices of computers, software, and communications equipment and, hence, to very substantial increases in investments in these high-technology items (Jorgenson and Stiroh 2000).

Canadian manufacturers of electronic products have benefited substantially from booming sales of ICT equipment to the U.S. market during the past decade. For instance, over that period, the share of shipments of ICT equipment in total exports of goods and services rose by two-thirds to nearly 10 per cent. As well, the output share of electrical and electronic manufacturing in Canada's aggregate GDP has more than doubled since 1990 to 2.3 per cent. This expansion of activity in Canada has been boosted by growing two-way trade in office machines and telecommunications equipment, particularly with the United States (Dion 1999–2000). In the year ending in the third quarter of 2000, Canadian output of electrical and electronic products rose by nearly 40 per cent, accounting for close to 16 per cent of the growth in aggregate GDP at factor cost over that period.

The growth of U.S. capital spending on computers and other ICT equipment has eased considerably since mid-2000, however. First, the market for personal computers seems to be maturing, leading to a marked slowdown in growth. Second, many high-technology firms in the United States, especially those providing telecommunications services, have been experiencing financing constraints and have therefore significantly cut their plans for capital spending. These developments contributed to a sharp decrease in the rate of expansion of Canada's output of electrical and electronic products in the last quarter of 2000, followed by a cutback in production in early 2001. Indeed, the growth of demand in the U.S. market and therefore of manufacturing activity in this particular Canadian industry is likely to continue to be much lower in the first half of 2001 than it has been in recent years.

Long-term prospects for a pronounced expansion in U.S. demand for ICT equipment are still good, however, given the strong ongoing pace of technical change in ICTs and the subsequent continuing large reductions in the real prices of these products. Expanding markets for new products such as wireless communications devices should also help sustain robust growth in the market for ICT equipment. The Canadian industry's strong innovative capabilities, especially in the area of telecommunications equipment, should help maintain its competitive position in the U.S. market over the medium term; however, the timing of the recovery in U.S. demand is difficult to predict.

Estimated pressures on capacity

A number of indicators support the view that pressures in product and labour markets intensified during the first three quarters of last year, and that the Canadian economy was operating in excess demand during the second half of last year. The increases in core inflation and in wage rates over the past six months are consistent with this view. The Bank's conventional measures of potential output and the output gap also suggest that the Canadian economy was operating slightly above potential output at the end of 2000 (Chart 7).³ Statistics Canada's measured rate of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector in the fourth quarter of 2000 was only slightly below the level reached in the late 1980s, when pressures on capacity were high. Vacancy rates in the apartment and commercial real estate markets are also below previous lows reached in the late 1980s.

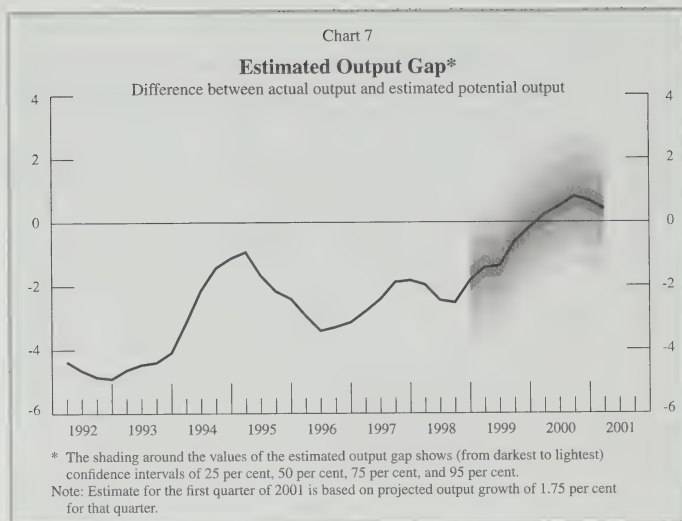
More recent indicators, however, point to capacity pressures easing in early 2001. Consistent with the slowing we have seen in the pace of activity to below the economy's growth potential, the estimated output gap would be approaching zero in the first quarter of 2001. The ratio of unfilled orders to shipments in the manufacturing sector has fallen in recent months. Purchasing managers have reported reductions in delivery time, and the level of inventories relative to sales has risen. Finally, anecdotal reports of labour shortages have diminished since December, although upward wage pressures persist in certain sectors and professions.

Overall, the full range of indicators suggests that the economy was operating at, or slightly above, full capacity at the end of last year, but that these pressures have eased through the first half of 2001.

A number of indicators suggest that the economy was in excess demand at the end of 2000 . . .

. . . while more recent indicators point to an easing in capacity pressures in early 2001.

3. It must be recognized that there is always considerable uncertainty around estimates of the output gap using the Bank's conventional techniques. This is particularly true in a period of rapid technological and structural change.



Cost pressures

As in labour compensation have moved up significantly into a range of 3.25 to 3.75 per cent.

With only modest growth in labour productivity, the rise in unit labour costs, measured on a year-over-year basis, was about 3 per cent at year-end.

Based on both the average hourly earnings of permanent workers and labour compensation per person-hour in the business sector, it appears that the underlying rate of increase in average labour compensation moved up into a range between 3.25 and 3.75 per cent in the second half of 2000 and into the early part of 2001 (Charts 8 and 9). The rise in labour compensation per person-hour in the business sector last year was boosted by unusually large bonus payments. Labour productivity growth eased considerably in the second half of 2000 as a result of the slowdown in economic expansion, with output per person-hour in the business sector increasing by only 0.7 per cent between the fourth quarter of 1999 and the fourth quarter of 2000 (Chart 9). As a result, the year-over-year rise in unit labour costs in the business sector was 3.1 per cent in the fourth quarter of 2000.

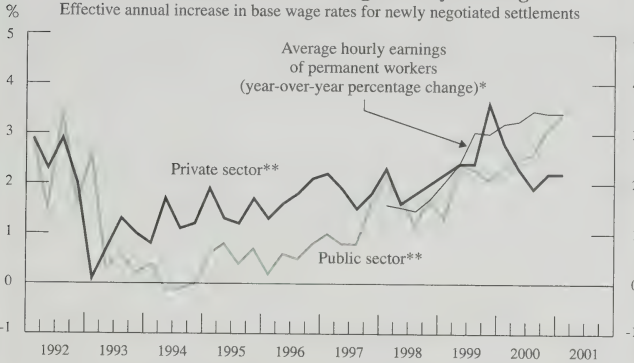
Other indicators of inflation pressures

It is often the case that large movements in real estate prices, which typically reflect shifts in both inflation expectations and economic growth, precede substantial changes in core inflation. No such large movements have been observed recently. The year-over-year increase in the selling price of existing housing (based on the Royal LePage index) was 4.4 per cent in the fourth quarter of 2000, down somewhat from the rate seen at the end of 1999.

The 12-month rise in new-home prices remained steady at 2.4 per cent in February. Gains in the prices of non-residential commercial properties last year were moderate and slightly higher than in 1999.

Chart 8

Wage Settlements and Average Hourly Earnings



* Source: *Labour Force Information*

** Source: Human Resources Development Canada, last data point plotted = January 2001

Chart 9

Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector

Year-over-year percentage change



* Labour compensation includes the labour income of paid workers plus imputed labour income for self-employed workers.

Source: *Statistics Canada Daily*

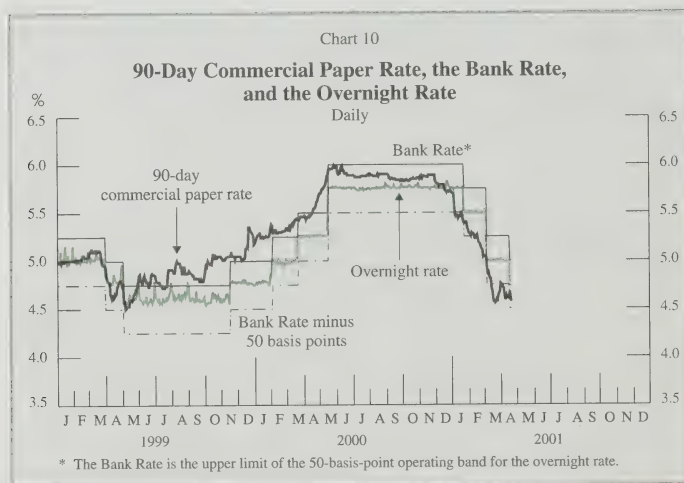
3. FINANCIAL DEVELOPMENTS

Policy actions and financial market developments

Bank Rate announcements since the November Report:

- 5 December—unchanged at 6.0 per cent
- 23 January—down 25 basis points
- 6 March—down 50 basis points
- 17 April—down 25 basis points to 5.0 per cent

Since the November *Report*, the Bank Rate has been lowered on three occasions by a total of 100 basis points. The timing and magnitude of the policy-rate declines had been largely anticipated in financial markets. Indeed, reductions in the 90-day commercial paper rate occurred prior to the central bank actions (Chart 10). Since November, the 90-day paper rate has declined by about 125 basis points to around 4.65 per cent and embodies expectations of further Bank Rate reductions of about 25 basis points by the end of the second quarter. In the United States, financial market participants expect the Federal Reserve Board to lower the federal funds target rate by about an additional 50 basis points by the end of the second quarter in addition to the 150 basis points of cuts so far this year.

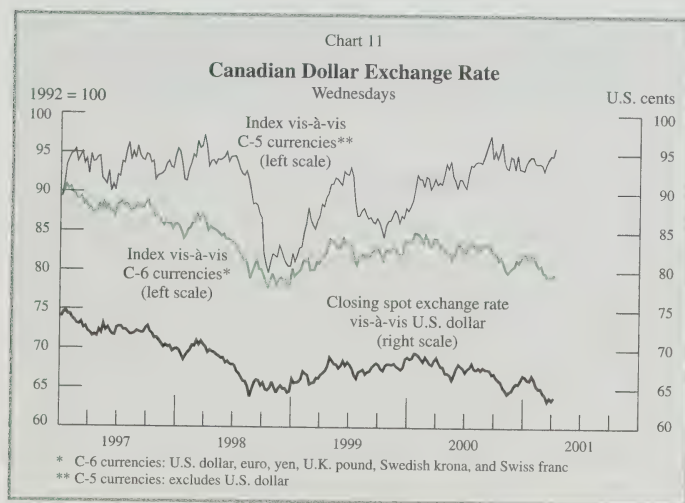


Yield spreads between Canadian and U.S. government securities turned positive for maturities of 2 to 30 years in late 2000, and subsequently widened out. This is consistent with market expectations of a sharper slowdown in the United States than in Canada, but it also reflects an increased preference for U.S.-dollar assets, as global investors have sought the safety and liquidity of U.S. financial markets at a time of uncertainty.

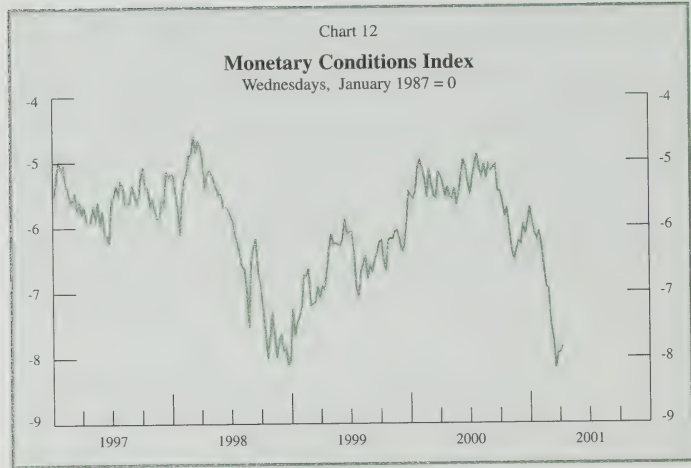
This shift in investor sentiment has also been reflected in the strength of the U.S. dollar against all major currencies. A number of recent developments have been behind this change in sentiment: volatility in global equity markets; the slowdown in the global economy; the situation in several emerging-market economies; and concern about the direction of macroeconomic and structural policies in certain industrial countries.

The U.S. dollar has been strong against all major currencies, reflecting market uncertainties.

Primarily reflecting these market swings, the Canadian dollar has declined from about 67 cents (U.S.) at the turn of the year to around 64 cents more recently. Compared with other major currencies, however, the Canadian dollar has remained quite firm (Chart 11).



With declining short-term interest rates and a lower Canadian dollar, monetary conditions have eased substantially since the *November Report* (Chart 12).



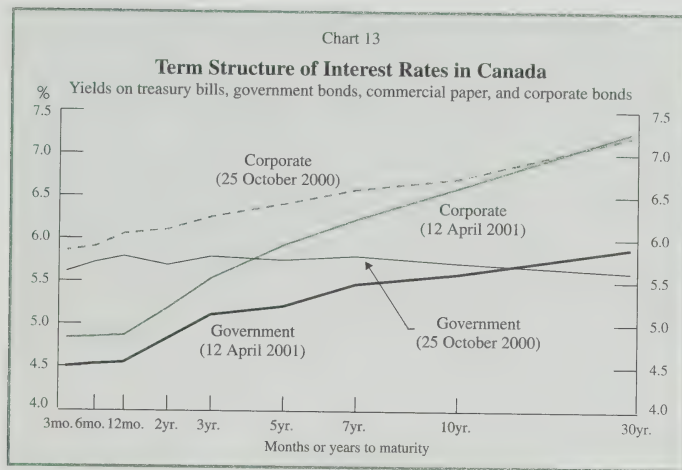
Other financial developments

While financial conditions tightened in late 2000...

The end of 2000 also saw a general tightening in North American financial conditions. As investors became more concerned about prospects for economic growth, risk premiums rose and credit standards tightened, particularly in the United States. Yields on corporate bonds climbed, not only for lower-quality bonds, but also for blue-chip issues. The stock market was also affected as the correction in technology stocks continued.

... there have been signs of improvement more recently.

There have, however, been signs of improvement in financial conditions more recently, partly because of interest rate cuts by both the U.S. Federal Reserve and the Bank of Canada. There appears to be underlying confidence that policy actions will limit the extent of the economic slowdown as evidenced by the yields on medium- and longer-term Canadian government bonds, which have fallen less than yields on short-term bonds (and, in some cases, have even increased) (Chart 13).



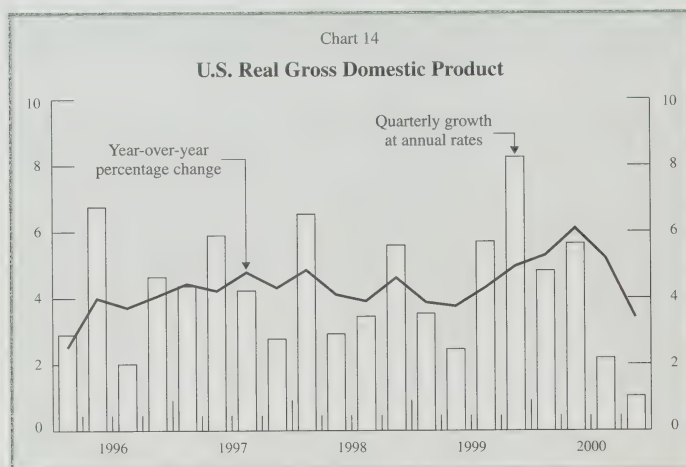
Reflecting the past tightening in financial conditions, growth in Canadian business credit has slowed in recent months. Moreover, with increased uncertainty over the economic outlook, firms are favouring longer-term financing. As a result, growth in short-term business credit was quite weak in January and February, but growth in bonds has been picking up. Investors have also shifted funds from equity markets into bonds, leading to a decline in bond rates. Weakness in short-term business credit may also reflect lower demand for financing, stemming from a slower pace of inventory investment and a decline in the number of mergers and acquisitions.

4. THE OUTLOOK FOR INFLATION

International background

Projections of world economic growth have been revised down.

Projections of world economic growth for 2001 have been revised down in recent months, reflecting a slower pace of growth not only in the United States but in most other parts of the world as well. For example, the International Monetary Fund now projects world output to expand by just over 3.0 per cent this year—down a full percentage point from its outlook last autumn. Its current projection for 2001 compares with actual world economic growth of 4.8 per cent in 2000, 3.4 per cent in 1999, and 2.6 per cent in 1998 (at the height of the Asian crisis).



The U.S. slowdown has turned out to be greater than expected.

Last November, the anticipated slowing in U.S. economic growth in response to earlier increases in interest rates and persistently higher energy prices appeared to be underway. In fact, the slowdown has turned out to be greater than expected. Average growth in the last two quarters of 2000 was only 1.6 per cent (Chart 14), less than one-third of the pace recorded in the first two quarters of the year. Business investment has weakened, following reductions in corporate profits, tightening in business credit conditions,⁴ and substantial declines in equity markets. Falling equity

4. A U.S. survey of senior loan officers regarding bank lending practices carried out in early March shows that business lending conditions have tightened further since early January. Yield spreads on riskier corporate bonds remain high, but the level of corporate bond yields has declined since the November Report.

prices, lower employment growth, and high energy prices have also caused sharp declines in consumer confidence and reduced consumption growth. This weakness in demand has led to product cutbacks in the manufacturing sector, primarily in automobiles and electronics (telecommunications and computer equipment) to correct inventory imbalances.

While new inventory-management techniques have resulted in lower general inventory levels in recent years, they have also allowed firms to quickly adjust production when excess inventories become apparent. The current slowdown in manufacturing production is thus expected to be relatively short, with stronger growth projected for the second half of the year and into 2002. Indeed, the inventory correction in the automobile sector was well advanced by the end of the first quarter. Other factors that are expected to contribute to a pickup in the second half include lower energy prices and the decline in interest rates, both of which should help to restore consumer and business confidence. If, however, there was continued weakness in consumer and business confidence, this could translate into lower spending and delayed recovery.

Overall, it is the Bank's assessment that the U.S. economy will grow by between 1.0 to 2.0 per cent on an annual average basis this year, with growth in the second half of the year averaging 2.0 to 3.0 per cent. In 2002, the Bank projects U.S. economic growth of 2.5 to 3.5 per cent.⁵

In Japan, economic recovery continues to be restrained primarily by ongoing problems associated with financial sector restructuring. These problems, together with the impact of the slowdown in the United States, brought growth in the second half of 2000 down near zero, and only a small positive growth rate is projected for 2001. The major European economies, by contrast, continue to exhibit positive momentum although at a somewhat slower pace, with growth in 2001 expected to centre on 2.5 per cent. Growth in the emerging-market economies, particularly in Latin America and in those Asian economies that are heavily dependent on the manufacture of electronics, has been adversely affected by the U.S. slowdown. As well, both Turkey and Argentina face financial difficulties and are working with the IMF on new policy initiatives.

Crude oil prices are likely to ease further through 2001, as inventories are rebuilt and demand softens with the recent slowdown in the pace of world economic activity. Natural gas prices are also expected to fall from their current high levels in coming

A number of factors are expected to contribute to a pickup in U.S. activity in the second half of the year.

While economic recovery in Japan appears to have faltered...

... the euro area and the United Kingdom continue to exhibit positive momentum.

5. The midpoint of the Bank's projection range for 2001 is slightly below the latest consensus U.S. forecast. For 2002, it is very close to the consensus.

months, given the expected replenishment of stocks. With some lessening in the growth of global demand, prices for non-energy commodities are unlikely to rise appreciably through the remainder of 2001.

Aggregate demand and supply in Canada

The Bank continues to project a strengthening of Canadian economic growth in the second half of this year and in 2002. This view reflects a number of factors: a second-half rebound in the U.S. economy; the completion of the inventory correction; continued investment in new technology by businesses; recent tax cuts; and the easing in domestic monetary conditions.

Household spending is expected to be robust...

Reductions in personal income taxes, which took effect at the beginning of this year, as well as recent decreases in interest rates, should both contribute to fairly robust growth in household spending. There is some risk that slower employment growth and recent drops in equity prices could weaken consumer confidence, tempering increases in household expenditures. In the early part of 2001, however, the pace of household spending remained strong.

... while the pace of business investment is likely to moderate.

The pace of business investment is projected to moderate in 2001. Firms are expected to focus on capital projects that help reduce costs, although investments to raise Canada's future capacity to supply energy should grow strongly during the year. Further reductions in inventory investment to bring stock levels into balance are likely in the first half of this year. Import growth is also expected to ease during this period, chiefly reflecting limited gains in both aggregate exports and investment in machinery and equipment.

Canadian export growth should improve after mid-year.

Canadian export growth is expected to be modest in the first half of 2001, in line with the anticipated sluggishness of the U.S. economy and the continued weak prices projected for non-energy commodities. In particular, automotive shipments to the United States are likely to fall further during the period, while the growth in exports of information and communications equipment is expected to ease considerably. Canadian export growth should improve, after mid-year, with the projected recovery in the U.S. economy.

The latest consensus among private sector forecasters for real GDP growth this year (on an annual average basis) has been revised down to 2.4 per cent, considerably lower than the 3.5 per

cent recorded at the time of the November *Report*.⁶ For 2002, the most recent consensus forecast calls for real GDP growth of 3.3 per cent.

Since the February *Update*, the economic information on the first half of 2001 has been mixed, with both positive and negative indicators. On balance, the data confirm the slowdown in the first half of the year anticipated in the *Update*. It now looks as if growth over the first six months will average between 1.25 and 2.25 per cent. For the second half of the year, we see growth picking up significantly to between 2.5 and 3.5 per cent.

Based on this first-half/second-half profile, together with the downward revision to GDP in 2000, the Bank's projection for economic growth in 2001 (on an annual average basis) has been revised down to between 2 and 3 per cent. The pace of activity in 2002 is expected to be somewhat stronger than in the second half of 2001, with the economy expanding at a rate slightly above the Bank's estimate of potential output growth of 3 per cent. This outlook is not expected to be materially affected by forthcoming changes in the measurement of GDP (Technical Box 3).

Output growth of between 2 and 3 per cent is expected in 2001, with stronger growth in the second half of the year.

Measures of inflation expectations

In the regular survey reported in the Conference Board of Canada's winter *Index of Business Confidence*, 52 per cent of respondents expected prices, in general, to rise over the next six months at a rate of 2 per cent or less, and 92 per cent expected a rate of 3 per cent or less (Chart 15). The average private sector forecast for the rate of increase in the total CPI is 2.4 per cent in 2001 (the same as last autumn) and 2.1 per cent in 2002. Typical forecasts of longer-term inflation are between 1.9 and 2.1 per cent, depending on the horizon.

Longer-term inflation expectations are still focused on the midpoint of the inflation-control target range.

6. The range of forecasts for real GDP growth in 2001 in the latest survey conducted by *Consensus Economics* is 1.5 to 2.8 per cent. The width of this range, an indicator of forecast uncertainty, has risen considerably since last autumn.

Technical Box 3

Changes in the Measurement of GDP and their Implications

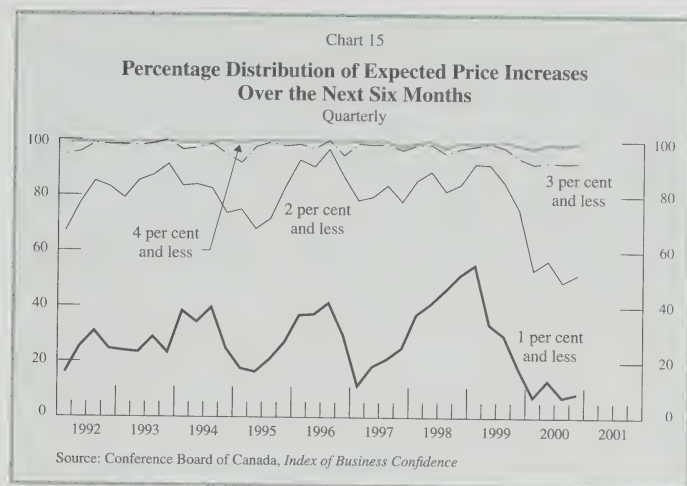
As of 31 May, Statistics Canada will replace the current measure of real GDP, which values output at 1992 prices, with estimates based on the chain Fisher volume index formula. With this formula, output growth is measured each quarter using weights based on prices from the current and previous quarters. This change is particularly important at this time, since the prices of information and communications equipment have been falling rapidly at the same time that output has been expanding vigorously, causing the current measure of GDP to overstate the contribution of these high-technology items to GDP growth. The change to the new formula will result in more accurate measures of real GDP growth from quarter to quarter.

As of 31 May, Statistics Canada will also treat all software purchases by businesses as capital investments, rather than current expenses, as is now the case. In itself, this move should lead to small upward revisions to the measures of real GDP growth since growth in software purchases has generally been faster than growth in real GDP.

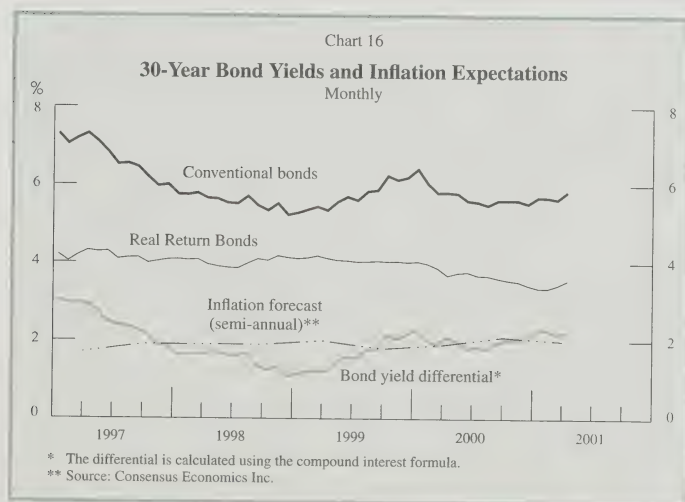
Together, these changes will bring Canada's measure of GDP in line with that of the United States, where the chain Fisher volume index has been in use since 1996, and software has been considered as investment since 1999.

Statistics Canada has been producing chain Fisher volume indexes (without software included as investment) for some time. Based on that measure, Canada's annual average aggregate output growth for 2000 was 4.1 per cent compared with 4.7 per cent based on the current measure. This difference was unusually large, reflecting the very strong growth of activity in the high-technology sector last year. With the current softening in this sector in response to slowing U.S. demand, the Bank would not expect to see such a large differential for 2001. Rather, we would expect the chain Fisher index measure of annual average GDP growth for 2001 to be 0.2 to 0.3 percentage points lower than the current measure. The inclusion of software as investment, however, is expected to provide some offset, with the net result that the Bank's projection of economic growth for this year is unlikely to be materially affected.

The historical revisions to Canada's measure of aggregate output that will result from these adjustments should have little effect on the overall profile of the Bank's estimated output gap, since changes in actual output will be broadly offset by corresponding changes in productivity and in potential output.



The differential between conventional bonds and Real Return Bonds has widened to slightly above 2 per cent in recent months (Chart 16). The supply factors affecting government bond markets continue to make it difficult to extract precise information from this measure. Nevertheless, the differential does not suggest any marked change in long-run inflation expectations since the *November Report*.



Other factors affecting inflation

The effect of past large increases in energy prices on core inflation should remain small.

The pass-through to the core CPI of the substantial increases in the prices of crude oil and natural gas over the past two years is expected to exert some upward pressure on inflation, although this effect is expected to be modest and spread over several years. To date, the price effects have been most evident in airfares and local transportation costs.

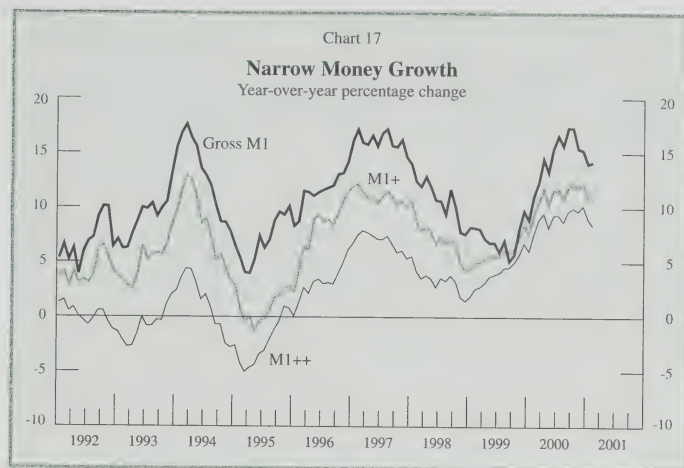
Movements in the prices of crude oil and natural gas will, however, continue to substantially affect the near-term outlook for energy prices at the consumer level and therefore for the total CPI. If crude oil prices remain below US\$30 per barrel this year, gasoline and fuel oil prices are likely to fall below year-earlier levels during the second half of the year. On the other hand, both natural gas and electricity prices at the consumer level are expected to be much higher this year than in 2000.

The depreciation of the Canadian dollar since the beginning of last year is also a potential source of upward pressure on inflation over the next year and a half. It is unclear, however, how important this risk to inflation might be, since earlier episodes of large changes in the exchange rate during the 1990s were characterized by low exchange rate pass-through to the CPI in Canada and in many other industrial countries.

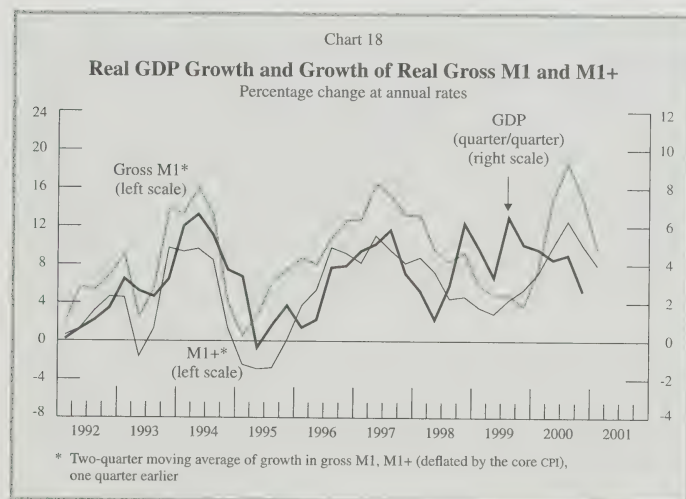
Despite slower output growth in some sectors, labour markets remain tight and profitability was very high at the end of last year, suggesting that wages will continue to grow at, or slightly above, current rates. Moreover, feedback from businesses contacted by the Bank's regional offices indicates that wage increases are expected to rise over the next 12 months. Productivity gains over the current period of economic slowdown may also be modest, implying that increases in unit labour costs are likely to stay relatively high in the first half of the year.

Projections from monetary aggregates

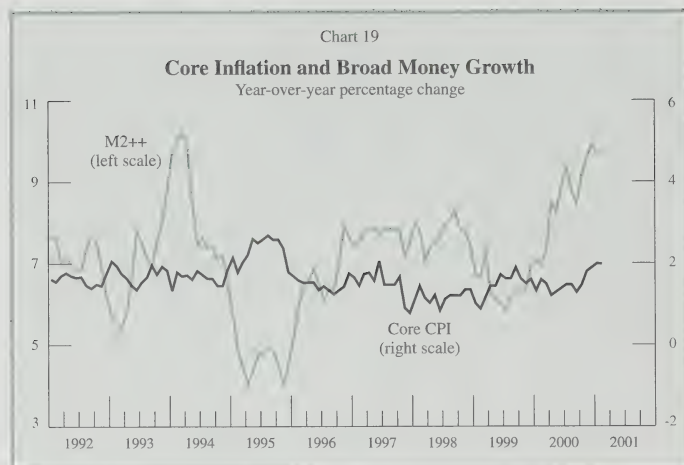
The money aggregates suggest a somewhat stronger outlook for output and inflation than the Bank's overall projection. Although there has been some slowdown in the narrow aggregates in recent months, growth remains strong (Chart 17). On a year-over-year basis, growth in gross M1 was about 14 per cent in February, while growth in M1+ and M1++ was 11 and 8 per cent, respectively. A number of special factors continue to raise the growth of M1 relative to that of transactions balances. Our current assessment of underlying growth is between 6 and 8 per cent.



When judgment is applied to take into account various data distortions and the slowing in the U.S. economy, the indicator models based on narrow aggregates would suggest real GDP growth of about 3 per cent in 2001 (Chart 18).



The model based on narrow money currently forecasts core inflation to rise above 2 per cent in 2001. Forecasts based on the broader aggregate M2++ give a similar profile. Growth in M2++



has continued to be boosted by net contributions to mutual funds. Year-over-year growth in M2++ is about 10 per cent (Chart 19).

Inflation projection

The expected re-emergence of a modest degree of excess supply in the economy this year should contribute to some downward pressure on core inflation over the remainder of 2001. Two factors, however, are expected to limit the impact of excess supply on the core rate this year. First, longer-term inflation expectations are still very close to 2 per cent—about the same as the current level of core inflation. Second, wage increases are expected to remain steady, or possibly even edge up if current pressures in some sectors and professions become more widespread, while productivity growth may ease, thus putting upward pressure on unit labour costs.

On balance, it seems likely that core inflation over the remainder of this year will average somewhat below 2 per cent. In 2002, with the economy projected to grow above potential, these pressures should reverse, with core inflation moving back to 2 per cent towards the end of the year.

The rate of increase in the total CPI, currently close to 3 per cent, is expected to move down to 2 per cent by the end of 2001, on the assumption that world energy prices remain close to current levels.

Core inflation is expected to average slightly below 2 per cent over the remainder of 2001.

5. CONCLUSIONS

At this time, the key issue in the conduct of monetary policy in Canada is the extent of the current slowdown in the pace of economic activity stemming primarily from developments in the United States.

The slowdown in economic growth in Canada late last year and in the first half of 2001 has been greater than expected, and the automotive, electrical, and electronic manufacturing sectors in particular, have had to make significant adjustments. It remains the Bank's view that after a first-half slowdown, economic growth will pick up in the second half of the year and in 2002.

The latest economic and financial developments support this view. Recent data point to continued growth in overall activity. In addition, current developments are consistent with the view that weakness associated with inventory adjustment will be concentrated in the first half, that business investment in new technology will continue, and that the easing in monetary conditions will support growth.

Consistent with this projection for output growth, the Bank sees the development of some downward pressure on core inflation, which will likely average somewhat below 2 per cent over the remainder of this year. If recent large wage increases in some sectors and professions became more widespread, however, they could work to offset this tendency. The anticipated downward pressure on core inflation this year should reverse through 2002 as the economy expands at a rate above its growth potential.

The main risk to this outlook for the Canadian economy is the possibility that the U.S. slowdown could be more protracted than anticipated. For example, if consumer and business confidence in the United States does not improve, this could lead to weaker consumption and investment spending. The Bank will have to monitor developments in this area closely.

BIBLIOGRAPHY

- Bank of Canada. 1991. "Targets for Reducing Inflation: Announcements and Background Material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.
- _____. 1991. "Targets for Reducing Inflation: Further Operational and Measurement Considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.
- _____. 1993–1994. "Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on Monetary Policy Objectives." *Bank of Canada Review* (Winter): 85–86.
- _____. 1998. "Inflation-control targets extended." Press Release (24 February). *Bank of Canada Review* (Spring): 85–87.
- Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa: Public Works and Government Services Canada.
- Conference Board of Canada. 2001. *Index of Business Confidence* (Winter).
- _____. 2001. *Index of Consumer Attitudes* (Spring).
- Consensus Economics Inc. 1991–2001. *Consensus Forecasts*. Various issues.
- Dion, R. 1999–2000. "Trends in Canada's Merchandise Trade." *Bank of Canada Review* (Winter): 29–41.
- Jorgenson, D. and K. Stiroh. 2000. "Raising the Speed Limit: U.S. Economic Growth in the Information Age." *Brookings Papers on Economic Activity* (1): 125–211.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in May and November. Regular *Updates* are published in August and February. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
 Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

BIBLIOGRAPHIE

- Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.
- _____ (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.
- _____ (1993-1994). « Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 85-86.
- _____ (1998). « Prolongation de l'application des cibles de maîtrise de l'inflation », communiqué diffusé le 24 février et reproduit dans la *Revue de la Banque du Canada* (printemps), p. 85-87.
- Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.
- Conference Board du Canada (2001). *Indice de confiance des entreprises* (hiver).
- _____ (2001). *Indice des attitudes des consommateurs* (printemps).
- Consensus Economics Inc. (1991-2001). *Consensus Forecasts*, divers numéros.
- Dion, R. (1999-2000). « Les tendances du commerce extérieur canadien », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 31-45.
- Jorgenson, D. et K. Stiroh (2000). « Raising the Speed Limit: U.S. Economic Growth in the Information Age », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, p. 125-211.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en mai et en novembre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en août et en février. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248, adresse électronique :

publications@banqueducanada.ca
<http://www.banqueducanada.ca>

5. CONCLUSIONS

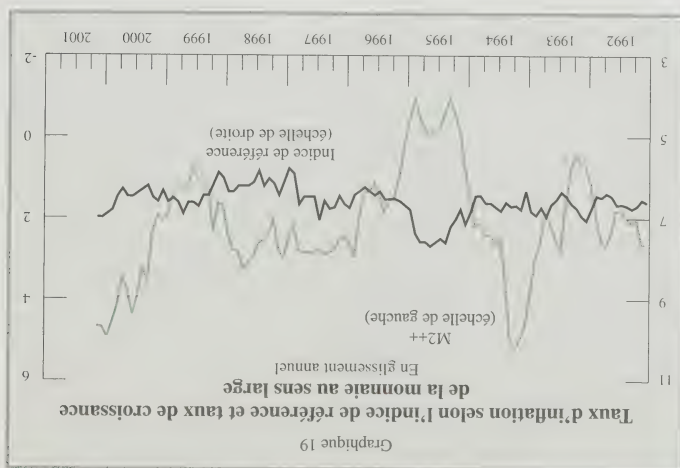
La grande inconnue de l'heure pour les responsables de la conduite de la politique monétaire au Canada concerne l'ampleur du ralentissement actuel de l'activité, lequel est attribuable principalement à la conjoncture aux États-Unis.

La décélération de la croissance économique observée au Canada à la fin de l'année dernière et au premier semestre de 2001 a été plus prononcée que prévu, et les secteurs de l'automobile et de la fabrication de produits électriques et électroniques en particulier ont dû procéder à des ajustements importants. La Banque reste d'avis que ce fléchissement sera suivi d'une accélération de l'expansion au deuxième semestre et en 2002.

L'évolution économique et financière récente appuie ce point de vue. Les dernières données témoignent d'une poursuite de la croissance dans l'ensemble de l'économie. En outre, la tournure actuelle des événements vient conforter l'opinion voulant que la faiblesse associée à la correction des stocks se concentrera au premier semestre, que les entreprises continueront d'investir dans les nouvelles technologies et que l'assouplissement des conditions monétaires favorisera l'expansion de l'économie.

Sur la foi de la croissance escomptée de la production, la Banque prévoit l'apparition de certaines pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence, qui devrait s'établir à un taux moyen légèrement inférieur à 2 % durant le reste de l'année. Les fortes hausses salariales observées récemment dans certains secteurs et certaines professions, si elles devaient commencer à se généraliser, pourraient toutefois contribuer à contrecarrer cette tendance. Comme l'économie connaîtra vraisemblablement un rythme d'expansion supérieur à celui de son potentiel en 2002, ces pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient s'inverser au courant de l'année prochaine.

Le principal risque qui pèse sur les perspectives de l'économie canadienne est que le ralentissement de l'activité aux États-Unis dure plus longtemps que prévu. Par exemple, à défaut d'un regain de confiance des ménages et des entreprises dans ce pays, les dépenses de consommation et d'investissement pourraient s'affaiblir. La Banque devra suivre de près l'évolution de la situation.



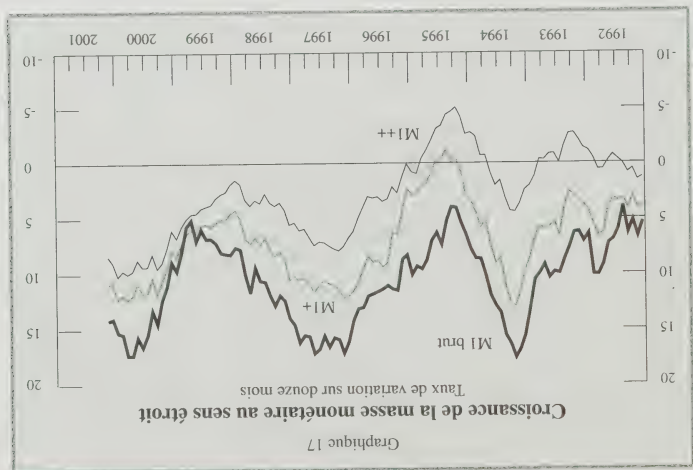
Les prévisions relatives à l'inflation

La résurgence anticipée d'une faible offre excédentaire au sein de l'économie devrait engendrer des pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence d'ici la fin de 2001. Deux facteurs devraient toutefois limiter l'incidence de l'offre excédentaire sur le taux d'accroissement de cet indice cette année. Premièrement, le taux d'inflation attendu à plus long terme se situe encore très près de 2 %, soit au même niveau environ que le taux actuel de l'inflation mesurée par l'indice de référence. Deuxièmement, on prévoit que les hausses salariales demeureront stables, voire augmenteront si les pressions qui s'exercent actuellement dans certains secteurs et certaines professions commencent à se généraliser, ce qui, combiné à un fléchissement possible de la croissance de la productivité, aurait pour effet de pousser à la hausse les coûts unitaires de main-d'œuvre.

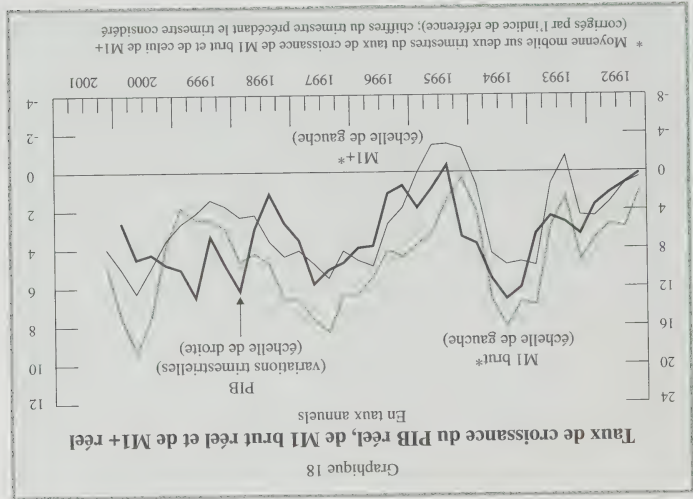
Somme toute, il est probable que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'établira en moyenne à un taux légèrement inférieur à 2 % pour le reste de l'année. En 2002, comme la Banque prévoit que l'économie connaîtra un rythme d'expansion supérieur à celui de son potentiel, ces pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient remonter à 2 % vers la fin de l'année.

Si les cours mondiaux de l'énergie se stabilisent autour des niveaux actuels, le rythme d'accroissement de l'IPC global, qui s'approche présentement de 3 %, devrait redescendre à 2 % d'ici la fin de 2001.

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence se situe en moyenne légèrement au-dessous de 2 % durant le reste de l'année.



Si l'on en croit les modèles indicateurs fondés sur les agrégats au sens étroit, tout en tenant compte aussi des diverses distorsions qui entachent les données et du ralentissement de l'économie américaine, le taux de croissance du PIB réel sera d'environ 3 % en 2001 (Graphique 18).



Le modèle basé sur la monnaie au sens étroit prévoit actuellement que le taux d'augmentation de l'indice de référence dépassera 2 % en 2001. Les projections établies à partir de l'agrégat au sens large M2++ font état d'un profil d'évolution similaire. La progression de cet agrégat a continué d'être stimulée par les sommes nettes versées dans les fonds communs de placement. La croissance de M2++ en glissement annuel se chiffre à environ 10 % (Graphique 19).

La progression des agrégats monétaires laisse présager un rythme d'expansion de la production et un taux d'inflation un peu plus élevés que ceux projetés par la Banque. Bien que la croissance des agrégats au sens étroit ait décéléré légèrement au cours des derniers mois, elle reste robuste (Graphique 17). En glissement annuel, M1 brut s'est accru d'environ 14 % en février, contre 11 % dans le cas de M1+ et 8 % pour M1++. Un certain nombre de facteurs spéciaux continuent de gonfler l'expansion de M1 par rapport à celle des encaisses de transaction. À l'heure actuelle, nous estimons que la croissance tendancielle se situe entre 6 et 8 %.

Les projections basées sur l'évolution des agrégats monétaires

Malgré la baisse de régime dans certains secteurs, les conditions restent tendues sur les marchés du travail; ce facteur, conjugué à la très forte rentabilité des entreprises à la fin de l'année dernière, laisse présager pour l'avenir des taux d'augmentation salariale similaires ou légèrement supérieurs aux taux actuels. De plus, d'après les renseignements que les bureaux régionaux de la Banque ont obtenus auprès d'entreprises, on s'attend à ce que la croissance des salaires s'oriente à la hausse au cours des douze prochains mois. Comme les gains de productivité risquent d'être modestes en cette période de ralentissement économique, les hausses des coûts unitaires de main-d'œuvre demeureront sans doute relativement élevées durant le premier semestre de l'année.

Malgré la baisse de régime dans certains secteurs, les conditions restent tendues sur les marchés du travail; ce facteur, conjugué à la très forte rentabilité des entreprises à la fin de l'année dernière, laisse présager pour l'avenir des taux d'augmentation salariale similaires ou légèrement supérieurs aux taux actuels. De plus, d'après les renseignements que les bureaux régionaux de la Banque ont obtenus auprès d'entreprises, on s'attend à ce que la croissance des salaires s'oriente à la hausse au cours des douze prochains mois. Comme les gains de productivité risquent d'être modestes en cette période de ralentissement économique, les hausses des coûts unitaires de main-d'œuvre demeureront sans doute relativement élevées durant le premier semestre de l'année.

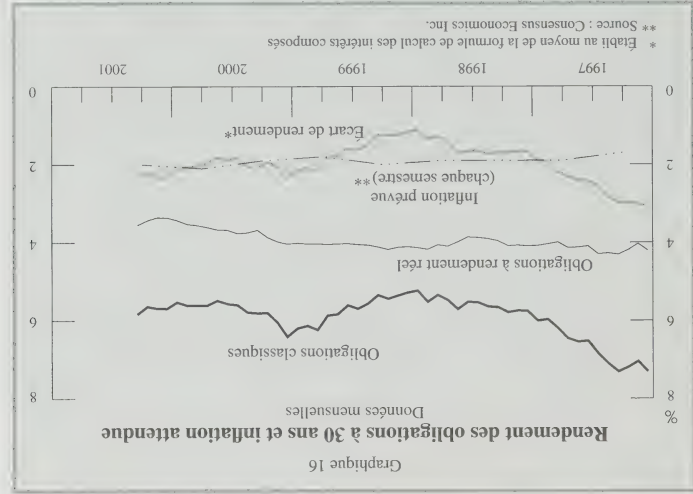
Cependant, les fluctuations des cours de ces matières premières continueront d'influer de façon importante sur les perspectives d'évolution à court terme des prix à la consommation de l'énergie et, par le fait même, de l'IPC global. Si le cours du baril de pétrole brut demeure inférieur à 30 dollars E.-U. cette année, les prix de l'essence et du mazout pourraient tomber durant le deuxième semestre en deçà des niveaux enregistrés un an auparavant. Par contre, les prix à la consommation du gaz naturel et de l'électricité devraient être beaucoup plus élevés cette année qu'ils ne l'étaient en 2000.

Cependant, les fluctuations des cours de ces matières premières continueront d'influer de façon importante sur les perspectives d'évolution à court terme des prix à la consommation de l'énergie et, par le fait même, de l'IPC global. Si le cours du baril de pétrole brut demeure inférieur à 30 dollars E.-U. cette année, les prix de l'essence et du mazout pourraient tomber durant le deuxième semestre en deçà des niveaux enregistrés un an auparavant. Par

Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

L'effet des fortes hausses antérieures des prix de l'énergie sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer faible.

Les effets de première vague sur l'indice de référence de l'escapade qu'on connait le cours du pétrole brut et du gaz naturel ces deux dernières années devraient exercer des pressions à la hausse sur l'inflation, bien que l'on s'attende à ce que ces effets soient faibles et s'étalent sur plusieurs années. Jusqu'à maintenant, les prix les plus touchés ont été les tarifs aériens et les coûts du transport local.



Les modifications prochaines de la mesure du PIB et leurs conséquences

Le 31 mai prochain, Statistique Canada délaissera la mesure du PIB réel dont elle se sert actuellement, et qui établit la valeur de la production aux prix de 1992, pour utiliser à la place les estimations fondées sur la formule de l'indice de volume en chaîne de Fisher. Selon la nouvelle formule, la croissance de la production est mesurée chaque trimestre au moyen de pondérations basées sur les prix du trimestre en cours et du trimestre précédent. Cette modification revêt une importance toute particulière dans le présent contexte, les prix du matériel informatique et de télécommunication ayant baissé rapidement ces dernières années cependant que la production connaît un essor vigoureux. En pareilles circonstances, en effet, la mesure actuelle est portée à surevaluer la contribution des produits de pointe à l'augmentation du PIB. La nouvelle méthode adoptée permettra de mesurer plus précisément la croissance du PIB réel d'un trimestre à l'autre.

À compter du 31 mai également, Statistique Canada traitera tous les achats de logiciels qu'effectuent les entreprises comme des investissements, et non comme des dépenses ordinaires ainsi qu'elle l'a fait jusqu'ici. Ce changement devrait donner lieu à de légères révisions à la hausse de la croissance mesurée du PIB réel, étant donné que les achats de logiciels ont progressé plus rapidement dans l'ensemble que le PIB réel.

Ces deux modifications auront pour effet de rendre la mesure du PIB canadien comparable à celle du PIB américain, laquelle repose sur l'indice de volume en chaîne de Fisher depuis 1996 et traite les achats de logiciels comme investissements depuis 1999.

Depuis quelque temps déjà, Statistique Canada produit un indice de volume en chaîne de Fisher (mais sans inclure les achats de logiciels dans les investissements). D'après les calculs fondés sur les valeurs de cet indice, la croissance annuelle moyenne de la production globale a été de 4,1 % au Canada en 2000, au lieu de 4,7 % selon la mesure actuelle. L'écart exceptionnellement élevé entre les deux chiffres s'explique par la vigoureuse expansion du secteur de la haute technologie l'an dernier. La Banque s'attend à ce que l'écart soit moins prononcé cette année, en raison de la faiblesse que l'on observe dans ce secteur en réaction au ralentissement de la demande aux États-Unis. Elle prévoit en effet que la croissance moyenne du PIB réel pour 2001 calculée en utilisant l'indice de Fisher sera inférieure de 0,2 à 0,3 point de pourcentage à celle que l'on obtiendrait par la méthode actuelle. On croit toutefois que l'inclusion des achats de logiciels dans les investissements agira en sens contraire, de sorte qu'en définitive l'adoption de la nouvelle mesure ne devrait pas modifier de façon importante le taux de croissance projeté par la Banque pour cette année.

Les révisions qui seront apportées aux données chronologiques relatives à la production globale au Canada par suite de ces différents changements ne devraient pas non plus avoir beaucoup d'effet sur le portrait d'ensemble que trace la Banque de l'écart de production estimé, du fait que les variations de la production seront comparées en gros par des modifications correspondantes de la productivité et de la production potentielle.

Pour 2002, les prévisionnistes tablent en ce moment sur une hausse du PIB réel de l'ordre de 3,3 %.

Depuis la parution de la *Mise à jour* de février, les indicateurs économiques pour les six premiers mois de 2001 sont partagés; certains sont favorables et d'autres non. De façon générale, ils confirment le ralentissement prévu pour le premier semestre dans la *Mise à jour*. Il semble maintenant que la croissance économique durant cette période se chiffrera, en moyenne, entre 1,25 et 2,25 %. Au deuxième semestre, nous prévoyons que le rythme de progression de l'économie connaîtra une nette accélération pour se situer entre 2,5 et 3,5 %.

Étant donné le profil de croissance anticipé aux premier et second semestres de l'année ainsi que la révision à la baisse des chiffres du PIB pour 2000, la Banque a revu à la baisse sa projection relative à l'expansion économique pour 2001 (en moyenne annuelle), pour l'établir entre 2,0 et 3,0 %. En 2002, le rythme d'expansion de l'activité devrait être un peu plus élevé que celui attendu au deuxième semestre de 2001, et l'économie devrait progresser à un rythme légèrement supérieur au taux d'augmentation de la production potentielle, que nous évaluons à 3 %. On ne croit pas que ces prévisions seront touchées de façon sensible par l'adoption prochaine d'une nouvelle mesure du PIB (Note technique 3).

La mesure des attentes relatives à l'inflation

Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises qui ont été publiés à l'hiver 2001 (le taux déjà anticipé à l'automne dernier) et de 2,1 % pour moyenne par les prévisionnistes du secteur privé est de 2,4 % pour (Graphique 15). Le taux d'augmentation de l'IPC global avancé en de 2 % ou moins, et 92 % à un rythme de 3 % ou moins s'accroissent en général au cours des six mois suivants à un rythme révelant que 52 % des répondants s'attendaient à ce que les prix augmentent de 2 à 3 % en 2001 et sa progression s'accroisse au second semestre.

L'écart de rendement entre les obligations classiques et les obligations à rendement réel s'est élargi pour dépasser légèrement 2 % ces derniers mois (Graphique 16). Étant donné que des facteurs liés à l'offre perturbent les marchés des obligations d'État, il demeure difficile de tirer des renseignements précis de cette mesure. L'écart de rendement ne laisse cependant pas entrevoir de changement notable des attentes d'inflation à long terme depuis la parution du *Rapport* de novembre.

tenu du recul de la croissance de la demande mondiale, il est peu probable que l'on assiste à une hausse sensible des cours des produits de base non énergétiques d'ici la fin de 2001.

La demande et l'offre globales au Canada

La Banque continue de prévoir un renforcement de la croissance économique au Canada au second semestre de 2001 et en 2002. Ce pronostic se fonde sur un certain nombre de facteurs : la reprise anticipée de l'économie américaine au second semestre, la fin de la correction des stocks, la poursuite des investissements dans les nouvelles technologies, les récentes diminutions d'impôt et l'assouplissement des conditions monétaires au pays.

Les réductions de l'impôt sur le revenu des particuliers, qui ont pris effet au début de l'année, ainsi que les baisses récentes des taux d'intérêt, devraient contribuer à alimenter une expansion relativement vigoureuse de la dépense des ménages. Il subsiste toutefois un risque que le ralentissement de la croissance de l'emploi et la chute des cours des actions observée dernièrement entament la confiance des consommateurs et freinent l'augmentation de la demande des ménages. Au début de 2001, cependant, le rythme des dépenses de consommation était toujours élevé.

On s'attend à ce que les entreprises modèrent la cadence de leurs investissements en 2001 et se concentrent sur des projets d'immobilisations leur permettant d'abaisser leurs coûts. Néanmoins, les investissements visant à accroître la capacité énergétique future du Canada devraient connaître une solide expansion durant l'année. On assistera sans doute à de nouvelles réductions des investissements en stocks au premier semestre de 2001, destinées à rééquilibrer les niveaux des stocks. La croissance des importations devrait également fléchir au cours de cette période, en raison principalement de gains limités au chapitre de l'ensemble des exportations et des investissements en machines et matériel.

On ne prévoit qu'une faible avance des exportations canadiennes au premier semestre de 2001, étant donné l'atonie anticipée de l'économie américaine et le maintien attendu des cours des produits non énergétiques à de bas niveaux. Plus particulièrement, les expéditions de produits automobiles vers les États-Unis risquent de chuter davantage durant la période, tandis que la croissance des exportations de matériel informatique et de télécommunications devrait diminuer considérablement. Les exportations canadiennes devraient progresser plus rapidement après le milieu de l'année, grâce à la reprise escomptée de l'économie américaine. Les plus récentes prévisions du secteur privé concernant l'accroissement du PIB réel cette année (en moyenne annuelle) ont été révisées à la baisse et se chiffrent maintenant à 2,4 %, ce qui est bien inférieur aux 3,5 % indiqués dans le *Rapport de novembre*⁶.

6. Les prévisions concernant le taux d'accroissement du PIB réel en 2001 contenues dans le plus récent sondage mené par Consensus Economics varient entre 1,5 et 2,8 %. Cet écart, qui constitue un indicateur de l'incertitude entourant les prévisions, est beaucoup plus élevé que celui de l'automne dernier.

On s'attend à ce que la
dépense des ménages soit
robuste...

... et à ce que les entre-
prises modèrent le rythme
de leurs investissements.

Les exportations cana-
diennes devraient croître
plus rapidement après le
milieu de l'année.

dépenses de consommation. L'affaiblissement de la demande a amené les entreprises à réduire la production dans le secteur manufacturier, principalement dans les industries de l'automobile et de l'électronique (matériel informatique et de télécommunication), en vue de corriger les déséquilibres des stocks.

De nouvelles techniques de gestion ont eu pour effet d'abaisser le niveau général des stocks depuis quelques années et ont aussi permis aux entreprises d'ajuster rapidement leur production lorsque ceux-ci affichaient un excédent. On s'attend donc à ce que le tassement actuel de la production dans le secteur manufacturier soit d'assez courte durée et à ce que la croissance soit plus forte durant le second semestre de l'année et au début de 2002. De fait, la correction des stocks entreprise dans l'industrie automobile était très avancée à la fin mars. Parmi les autres facteurs qui devraient contribuer à relancer l'activité au deuxième semestre, mentionnons la baisse des prix de l'énergie et des taux d'intérêt, qui devrait aider à rétablir la confiance des ménages et des entreprises. Toutefois, une faiblesse persistante de la confiance des consommateurs et des entreprises pourrait se traduire par un fléchissement de la dépense et ainsi retarder la reprise.

Dans l'ensemble, la Banque estime que le rythme d'expansion de l'économie américaine se situera, en moyenne annuelle, entre 1,0 et 2,0 % cette année et atteindra 2,0 à 3,0 % en moyenne au second semestre. Pour 2002, la Banque projette un taux s'établissant entre 2,5 et 3,5 %.

Au Japon, la reprise continue d'être entravée surtout par les problèmes que soulève la restructuration du secteur financier. Ces problèmes, combinés aux répercussions du ralentissement aux États-Unis, ont eu pour conséquence de réduire la croissance à près de zéro au second semestre de 2000, et l'on n'entrevoit qu'une faible progression de l'activité en 2001. Les grandes économies européennes, en revanche, affichent encore une bonne tenue, même si le rythme de l'activité s'est un peu ralenti, et l'on s'attend à ce qu'elles connaissent une expansion d'environ 2,5 % cette année. La croissance dans les pays à marché émergent a subi les contrechocs de l'essoufflement de l'économie américaine, notamment en Amérique latine et dans les économies asiatiques fortement tributaires de la fabrication de produits électroniques. De plus, la Turquie et l'Argentine sont toutes deux confrontées à des difficultés financières et travaillent de concert avec le FMI à la mise en œuvre de nouveaux trains de mesures.

Les cours du pétrole brut devraient se replier davantage au cours de l'année, à la faveur de la reconstitution des stocks et de l'affaiblissement de la demande occasionnées par la récente décelération de l'activité économique à l'échelle internationale. On prévoit également que les prix du gaz naturel baisseront dans les mois à venir par rapport aux niveaux élevés qu'ils affichent actuellement, vu le renouvellement attendu des stocks. Compte

5. Le point médian de la plage des valeurs projetée par la Banque pour 2001 est légèrement inférieur au taux sur lequel s'accordent actuellement les prévisionnistes; pour 2002, il est très voisin du chiffre avancé par ceux-ci.

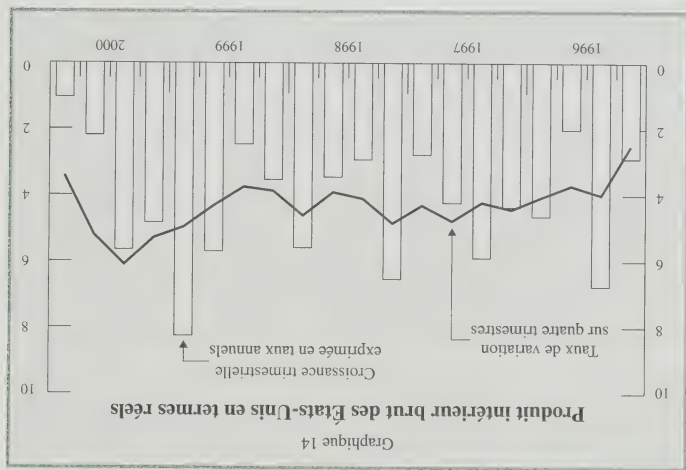
Alors que la reprise au Japon semble vaciller... les économies de la zone euro et du Royaume-Uni continuent d'afficher un certain dynamisme.

Un certain nombre de facteurs devraient contribuer à relancer l'activité aux États-Unis au second semestre de l'année

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

La conjoncture internationale

Les projections concernant la croissance économique mondiale pour 2001 ont été révisées à la baisse ces derniers mois, par suite du ralentissement de l'activité observé non seulement aux États-Unis, mais aussi dans la plupart des autres régions du monde. Ainsi, le Fonds monétaire international prévoit maintenant que la production mondiale augmentera d'un peu plus de 3,0 % cette année, un taux inférieur d'un bon point de pourcentage à celui avancé l'automne dernier. On se souviendra que l'économie mondiale avait progressé de 4,8 % en 2000, de 3,4 % en 1999 et de 2,6 % en 1998 (au plus fort de la crise asiatique).

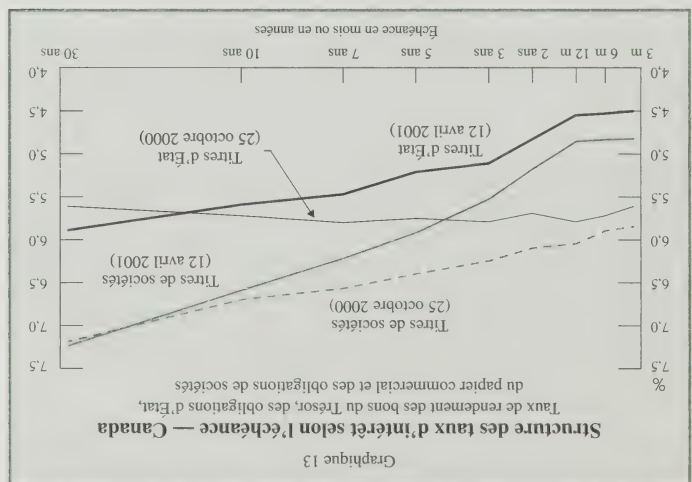


Les projections concernant la croissance économique mondiale ont été révisées à la baisse.

En novembre dernier, la baisse de régime attendue de l'économie américaine semblait enclenchée, en raison des relâchements antérieurs des taux d'intérêt et du renchérissement soutenu de l'énergie. En fait, cette décélération s'est avérée plus prononcée que prévu. Le taux d'expansion moyen aux deux derniers trimestres de 2000 n'a été que de 1,6 % (Graphique 14), soit moins du tiers de celui enregistré les deux trimestres précédents. Les investissements des entreprises ont régrossé, consécutivement à la diminution des bénéfices, du resserrement des conditions du crédit et du recul marqué du marché des actions. La chute des cours boursiers, le ralentissement de la progression de l'emploi et les prix élevés de l'énergie ont également entraîné un effritement de la confiance des consommateurs et un repli de la croissance des

Le ralentissement de l'économie américaine s'est avéré plus prononcé que prévu.

4. Selon les résultats d'une enquête menée au début de mars auprès des responsables des prêts dans les banques américaines, les conditions d'accès au crédit se sont davantage resserrées pour les entreprises depuis le début de janvier. Les écarts de rendement entre les obligations des sociétés plus risquées et les autres obligations restent élevés, mais les rendements des obligations de sociétés en général ont diminué depuis la parution du *Rapport de novembre*.



Sous l'effet du resserrement passé des conditions financières, la croissance des crédits aux entreprises s'est modérée au Canada ces derniers mois. De plus, en raison de l'incertitude accrue entourant les perspectives économiques, les entreprises ont tendance à privilégier le financement à long terme, de sorte que les crédits à court terme accordés à ces dernières n'ont que faiblement progressé en janvier et février. En revanche, la croissance des émissions d'obligations s'est accélérée. Les investisseurs ont aussi délaissé les marchés boursiers au profit des obligations, ce qui a entraîné un fléchissement des taux de rendement obligataires. L'atonie des crédits à court terme aux entreprises pourrait s'expliquer aussi par le repli de la demande de financement attribuable au ralentissement des investissements en stocks et à la diminution du nombre de fusions et d'acquisitions.



Les autres aspects de l'évolution financière

À la fin de 2000, un resserrement généralisé des conditions financières s'est opéré en Amérique du Nord. Sous l'effet de l'incertitude grandissante des investisseurs quant aux perspectives de croissance de l'économie, les primes de risque se sont inscrites en hausse et les conditions du crédit se sont durcies, particulièrement aux États-Unis. Les rendements des obligations de sociétés — tant les titres moins bien cotés que les valeurs de premier ordre — ont grimpé. Le marché boursier a également été touché, la correction subie par les valeurs technologiques s'étant poursuivie. Les conditions financières ont toutefois donné des signes d'amélioration récemment, dans la foulée notamment des baisses de taux pratiquées par la Réserve fédérale américaine et la Banque du Canada. Les marchés semblent généralement convaincus que les mesures de politique monétaire parviendront à limiter le ralentissement économique, comme en témoigne le rendement des obligations à moyen et à long terme du gouvernement canadien, qui a moins reculé que celui des obligations à court terme et a même augmenté dans certains cas (Graphique 13).

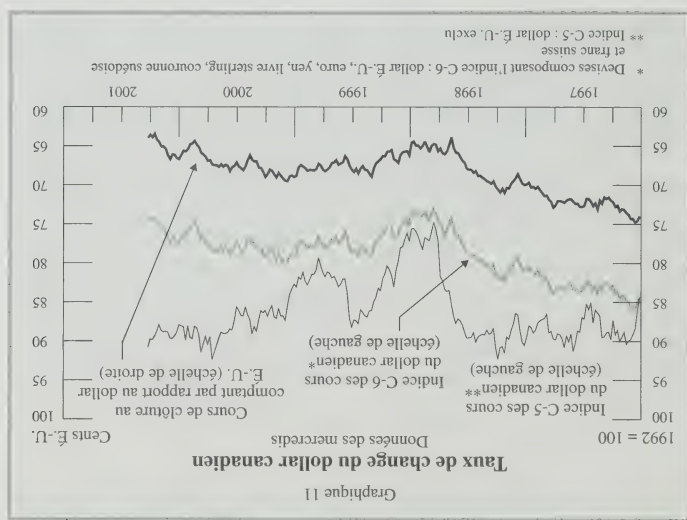
Les conditions financières se sont resserrées à la fin de 2000...

... mais elles ont donné des signes d'amélioration récemment.

d'incertitude, la sécurité et la liquidité offertes par les marchés financiers américains.

Le changement d'attitude des investisseurs s'est aussi reflété dans la vigueur du dollar E.-U. par rapport à toutes les autres grandes monnaies. Il tient à un certain nombre de facteurs apparus récemment, à savoir la volatilité affichée par les places boursières du monde entier, la décélération de l'économie mondiale, la situation observée dans plusieurs économies de marché émergentes et les préoccupations concernant l'orientation des politiques macro-économiques et structurelles de certains pays industriels.

En raison principalement de ce changement d'humour sur les marchés, le cours du dollar canadien a diminué, passant de quelque 67 cents E.-U., au début de l'année, à environ 64 cents récemment. Il est resté assez ferme toutefois par rapport aux autres grandes monnaies (Graphique 11).



Compte tenu de la baisse des taux d'intérêt à court terme et de la dépréciation du dollar canadien, les conditions monétaires se sont considérablement assouplies depuis la parution du Rapport de novembre (Graphique 12).

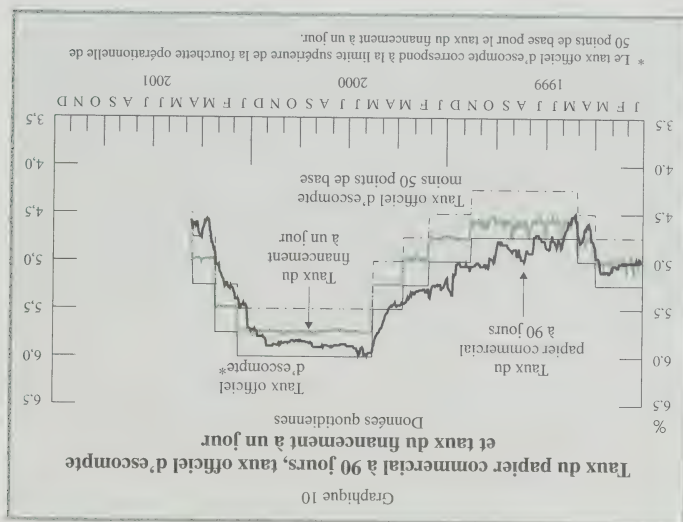
3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Les mesures de politique monétaire et l'évolution des marchés financiers

Depuis la parution du *Rapport* de novembre, le taux officiel d'escompte a été abaissé à trois reprises, de 100 points de base au total. Les marchés financiers avaient en grande partie prévu le moment et l'ampleur des réductions du taux directeur. En effet, le taux du papier commercial à 90 jours avait déjà diminué avant que la banque centrale n'intervienne (Graphique 10). Depuis novembre, ce taux a reculé d'environ 125 points de base pour s'établir aux alentours de 4,65 %, ce qui témoigne des attentes d'une baisse supplémentaire de quelque 25 points de base du taux officiel d'escompte d'ici la fin du deuxième trimestre. Aux États-Unis, les participants aux marchés financiers prévoient que le Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale réduira encore d'environ 50 points de base le taux cible des fonds fédéraux d'ici la fin juin, après les 150 points retranchés depuis le début de l'année.

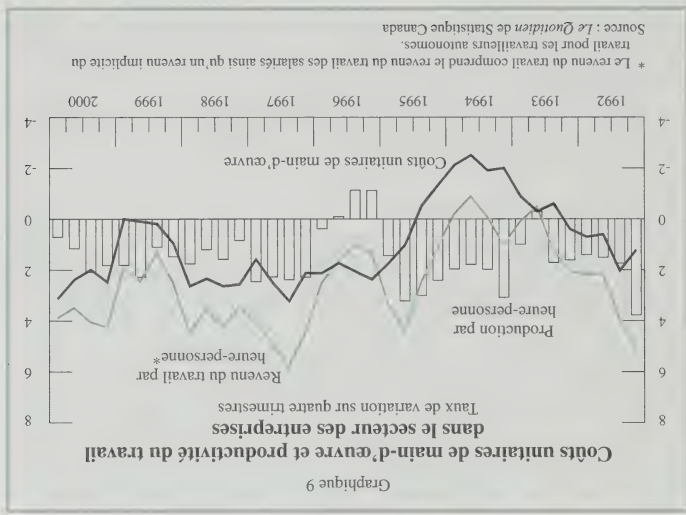
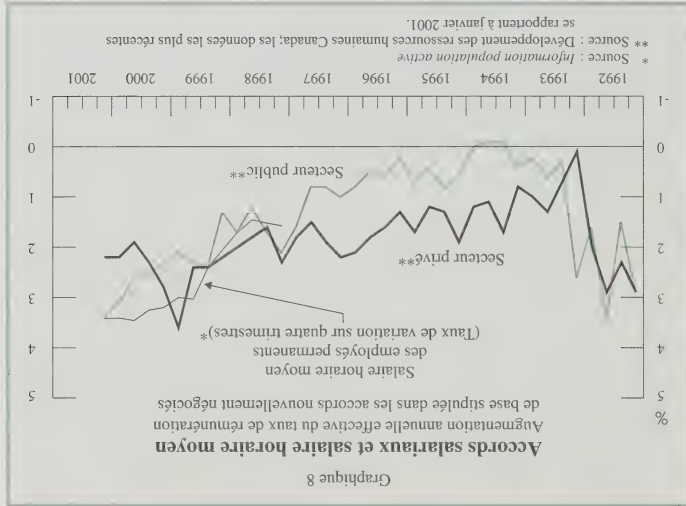
Annonces de modifications du taux officiel d'escompte depuis la parution du *Rapport* de novembre :

- 5 décembre — taux demeuré inchangé à 6,0 %
- 23 janvier — réduction de 25 points de base
- 6 mars — réduction de 50 points de base
- 17 avril — taux abaissé de 25 points de base et ramené à 5,0 %



Vers la fin de 2000, les écarts de rendement entre les titres des gouvernements canadien et américain sont devenus positifs pour les échéances de 2 à 30 ans, et ils se sont creusés depuis. Cette évolution peut s'expliquer par les attentes d'un ralentissement plus marqué aux États-Unis qu'au Canada, mais elle est aussi imputable à la préférence accrue accordée aux avoirs libellés en dollars E.-U., les investisseurs internationaux recherchant, en période

revente des maisons (selon l'indice de Royal LePage) s'est chiffrée à 4,4 % au quatrième trimestre de 2000, ce qui représente une légère diminution par rapport à la croissance observée à la fin de 1999. Le taux d'accroissement sur douze mois du prix des maisons neuves est resté à 2,4 % en février. Quant à l'augmentation enregistrée l'année dernière par les prix des immeubles non résidentiels à vocation commerciale, elle a été modérée et a dépassé quelque peu celle de 1999.

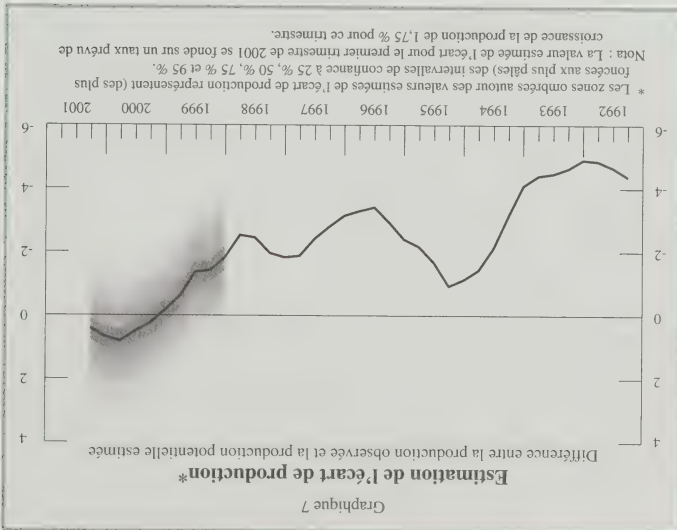


Souvent, les variations importantes des prix de l'immobilier, qui habituellement reflètent l'évolution des attentes d'inflation et de la croissance économique, précèdent des changements marqués de l'inflation mesurée par l'indice de référence. Les prix de l'immobilier n'ont affiché aucun mouvement de grande ampleur ces derniers temps. La hausse, en glissement annuel, du prix de

Les autres indicateurs des pressions inflationnistes

Si l'on en croit l'évolution du salaire horaire moyen des employés permanents et du revenu du travail par heure-personne dans le secteur des entreprises, le taux d'augmentation sous-jacent de la rémunération moyenne s'est accéléré pour s'établir dans une plage variant entre 3,25 % et 3,75 % au cours du second semestre de 2000 et des premiers mois de 2001 (Graphiques 8 et 9). La hausse du revenu du travail par heure-personne pour ce secteur l'an dernier a été alimentée par le versement de primes exceptionnelles élevées. Par ailleurs, le tassement de l'expansion économique a entraîné un ralentissement considérable de la croissance de la productivité du travail au deuxième semestre de 2000, la production par heure-personne n'ayant progressé que de 0,7 % entre les quatrièmes trimestres de 1999 et de 2000 (Graphique 9). En conséquence, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans les entreprises se sont accrus, en glissement annuel, de 3,1 % au dernier trimestre de 2000.

Les pressions sur les coûts



La hausse des revenus du travail s'est nettement accrétée, s'établissant entre 3,25 et 3,75 %.

La productivité du travail n'ayant enregistré qu'une modeste progression, l'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre se situait, en glissement annuel, à environ 3 % à la fin de l'année.

Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

Divers indicateurs étaient l'opinion selon laquelle les pressions s'exerçant sur les marchés des biens et services et du travail se sont intensifiées au cours des trois premiers trimestres de l'année dernière, et qu'il existait une demande excédentaire au sein de l'économie canadienne au second semestre. L'augmentation de l'inflation mesurée par l'indice de référence et des taux salariaux durant les six derniers mois vient conforter cette opinion. En outre, les mesures de la production potentielle et de l'écart de production que la Banque utilise habituellement donnent à penser que l'économie canadienne tournait un peu au-dessus de sa capacité à la fin de l'année (Graphique 7).³ La mesure du taux d'utilisation des capacités dans le secteur de la fabrication de produits non agricoles que publie Statistique Canada n'était que légèrement inférieure, au quatrième trimestre de 2000, au niveau qu'elle avait atteint à la fin des années 1980, époque où les capacités de production faisaient l'objet de fortes pressions. De plus, les taux d'occupation des logements et des immeubles à vocation commerciale sont en déca des creux enregistrés à la fin des années 1980.

Cependant, des indicateurs plus récents incitent à croire que les pressions se faisant sentir sur l'appareil de production se sont atténuées au début de 2001. Compte tenu du ralentissement du rythme d'expansion, l'écart de production devrait se rapprocher de zéro au premier trimestre de 2001 selon les estimations. Le ratio des commandes en carnet aux expéditions dans le secteur de la fabrication a chuté au cours des derniers mois. De plus, les responsables des achats font état de raccourcissements des délais de livraison, et le niveau des stocks par rapport à celui des ventes a augmenté. Enfin, moins de pénuries de main-d'œuvre ont été signalées depuis décembre dernier, bien que des pressions à la hausse sur les salaires subsistent dans certains secteurs et pour certaines professions.

Somme toute, il ressort de la gamme complète des indicateurs examinés que l'économie fonctionnait, à la fin de 2000, à pleine capacité sinon au-delà, mais que les tensions se sont atténuées au premier semestre de 2001.

3. Il faut préciser que l'estimation de l'écart de production effectuée à l'aide de la mesure économétrique de la Banque est toujours entachée d'une grande incertitude. Ceci est particulièrement vrai en période de mutation rapide sur les plans technologique et structurel.

La fabrication de produits électroniques aux États-Unis et au Canada

Note technique 2

La croissance plus vigoureuse qu'ont connue l'activité économique et la production aux États-Unis au cours des dernières années est due en grande partie aux progrès remarquables des technologies de l'information et de la communication (TIC). Ces rapides progrès ont donné lieu à de fortes baisses des prix réels des ordinateurs, des logiciels et du matériel de télécommunication, ce qui a favorisé une hausse considérable des investissements dans ces produits de haute technologie (Jorgenson et Stroh, 2000).

Les fabricants canadiens de produits électroniques ont grandement bénéficié de l'essor des investissements en TIC sur le marché américain durant la dernière décennie. Ainsi, pendant cette période, la part des expéditions de matériel informatique de télécommunication dans l'ensemble des exportations de biens et services a augmenté de deux tiers pour se situer à près de 10 %. En outre, la part de la fabrication des produits électroniques et électroniques dans le PIB du Canada a plus que doublé depuis 1990 et se chiffre maintenant à 2,3 %. Cette expansion de l'activité au Canada a été alimentée par l'accroissement des échanges bilatéraux de machines de bureau et de matériel de télécommunication, en particulier avec les États-Unis (Dion, 1999-2000). Au cours des douze mois qui ont pris fin au troisième trimestre de 2000, le volume des produits électroniques et électroniques fabriqués au Canada s'est accru de près de 40 %; ce bond explicite presque 16 % de la croissance du PIB au coût des facteurs durant cette période.

Cependant, la progression des investissements en ordinateurs et autre matériel informatique et de télécommunication a décéléré considérablement depuis le milieu de 2000. D'abord, le marché des ordinateurs personnels semble atteindre sa maturité, d'où un ralentissement marqué de son développement. Ensuite, un grand nombre d'entreprises de haute technologie aux États-Unis, notamment celles du secteur des télécommunications, se heurtent à des contraintes de financement et ont donc sabré dans leurs projets d'investissement. Ces facteurs ont donné un sérieux coup de frein à l'expansion dans l'industrie canadienne des produits électroniques et électroniques au dernier trimestre de 2000, et celle-ci a réduit sa production au début de 2001. De fait, dans cette industrie canadienne risquent de se maintenir durant le premier semestre de 2001 à un niveau bien inférieur à celui qu'elles affichaient ces dernières années. Il reste que les perspectives d'une progression vigoureuse à long terme de la demande américaine de matériel informatique et de télécommunication demeurent prometteuses, compte tenu du rythme toujours rapide des progrès techniques dans ce domaine et des fortes réductions des prix réels de ces produits qui ne manqueront pas d'en découler. L'expansion des débouchés pour les nouveaux produits tels que les dispositifs de communication sans fil devrait aussi contribuer à une croissance robuste du marché. La grande capacité d'innovation de l'industrie canadienne, tout particulièrement dans le domaine des télécommunications, devrait aider à maintenir la position concurrentielle de cette dernière sur le marché américain à moyen terme. Il n'empêche qu'il est difficile de prévoir à quel moment la demande se redressera aux États-Unis.

Plus particulièrement la production de véhicules automobiles a fléchi.

Unis a provoqué une baisse de nos exportations ainsi qu'une réduction de notre production dans ce secteur au quatrième trimestre de 2000 et au début de 2001, car les constructeurs canadiens ont commencé à rééquilibrer leurs stocks (Note technique 1). Cette situation a contribué à faire diminuer la production dans des industries connexes, comme celles de la première transformation des métaux et de la fabrication de pièces d'automobile. De plus, par suite du tassement marqué des dépenses des entreprises amé- ricaines en machines et matériel, la croissance des expéditions canadiennes à ce chapitre, dont celles de produits électroniques, s'est considérablement ralentie par rapport à la cadence particulière- ment vigoureuse qu'elle affichait au premier semestre (Note technique 2). Préoccupés par le niveau élevé de leurs stocks, les fabricants canadiens de produits électroniques et électroniques ont réduit leur rythme de production.

Après avoir chuté durant les trois derniers mois de 2000, les dépenses des entreprises canadiennes en biens d'équipement, en particulier les machines et le matériel ayant une forte teneur en importations, dont les ordinateurs, semblent s'être raffermies. Pour leur part, les dépenses des ménages sont demeurées robustes à la fin de 2000 et au début de 2001, stimulées par les niveaux encore élevés de la confiance des consommateurs, la solide avance de l'emploi et les baisses d'impôt pratiquées par les gouverne- ments fédéral et provinciaux (Graphique 6).

et la fabrication de produits électroniques s'est ralentie.



Évolution récente de l'industrie automobile en Amérique du Nord

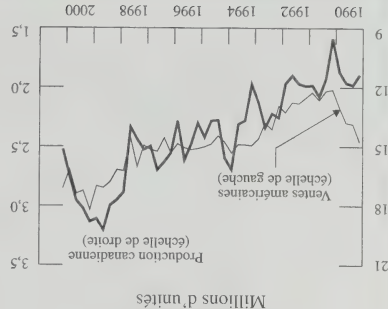
Note technique 1

Les ventes de véhicules automobiles ont vivement augmenté aux États-Unis vers la fin des années 1990, sous l'impulsion de la demande refoulée et de la hausse des revenus des ménages. Dans ce contexte, l'évolution favorable des coûts unitaires de main-d'œuvre relatifs et le fait que, résultat de décisions antérieures, les modèles assemblés dans les usines situées au Canada étaient très demandés ont permis aux fabricants de voitures canadiens de porter leur part du marché nord-américain (Mexique exclu) à environ 19 % (soit plus de trois millions d'unités) en 2000. Cette croissance s'est traduite par une progression de l'excédent commercial au titre des produits automobiles, qui est passé de moins de dix milliards de dollars en 1990 à environ douze milliards (en termes réels). Durant la dernière décennie, quelque 50 000 emplois ont été créés dans l'industrie automobile; en 2000, celle-ci occupait à peu près 164 000 travailleurs. Au cours de la même période, la part de ce secteur dans le PIB réel du Canada s'est accrue de près de un point de pourcentage, pour atteindre 2,5 % environ.

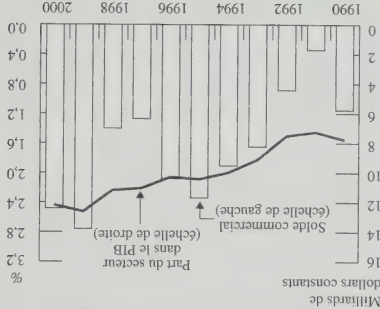
Avec la hausse de notre part du marché nord-américain, l'industrie automobile canadienne est devenue plus vulnérable à un recul des ventes aux États-Unis. Par suite du récent ralentissement observé chez nos voisins du sud, elle a réduit la production de voitures et a annoncé une série de mises à pied à la fin de 2000 et au début de 2001. Ces mesures visaient à ramener les stocks à des niveaux plus normaux. La production de véhicules automobiles et de pièces détachées au Canada a chuté d'environ 23 % en taux annualisés au quatrième trimestre de 2000, et un autre repli marqué a été enregistré au premier trimestre de 2001. Toutefois, les ventes de véhicules automobiles aux États-Unis ont été supérieures aux attentes durant le premier trimestre, ce qui a fait fortement baisser le ratio stocks/ventes. Par conséquent, la production dans ce secteur devrait se redresser quelque peu au Canada au cours du deuxième trimestre.

Il est néanmoins peu probable que les niveaux des ventes et de la production retrouvent leurs sommets antérieurs, une bonne part de la demande refoulée aux États-Unis ayant vraisemblablement été satisfaite. Les achats de véhicules automobiles au Canada devraient soutenir quelque peu l'activité économique durant le deuxième semestre de l'année, étant donné la différence entre les positions conjoncturelles des deux pays, les réductions d'impôt et l'âge moyen du parc automobile, qui est plus élevé ici qu'aux États-Unis. Cependant, leur incidence sur la production de véhicules au Canada devrait rester faible, étant donné que la plupart des automobiles assemblées au pays sont destinées au marché américain et que les Canadiens achètent sur-

Production et ventes de véhicules automobiles



Fabrication de produits automobiles et solde commercial au titre de ces produits



de la demande et d'un resserrement de l'offre en Europe (dû à l'épidémie de fièvre aphteuse), le prix du bétail s'est inscrit en hausse.

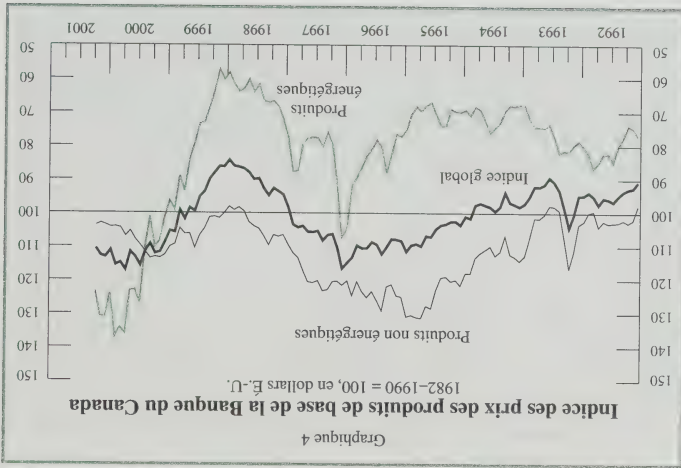
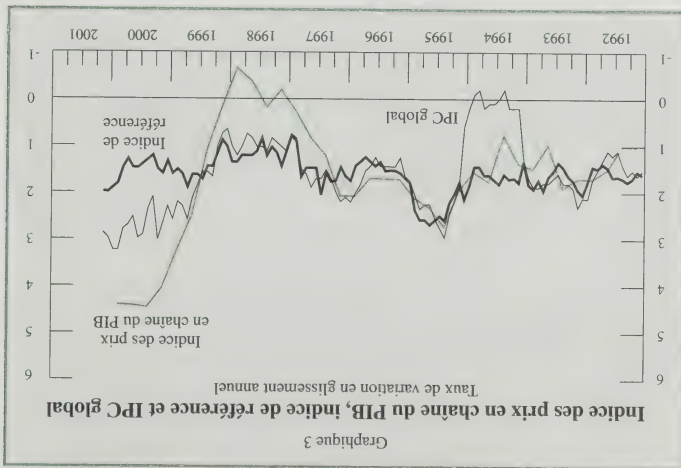
Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

L'expansion économique au pays a décéléré au dernier trimestre de 2000, principalement sous l'effet du tassement abrupt de la croissance aux États-Unis. Le PIB réel du Canada n'a ainsi progressé que de 2,6 % en taux annuel durant cette période, contre 4,5 % en moyenne au cours des trois premiers trimestres de l'année (Graphique 5)². À la lumière de la croissance inférieure aux prévisions enregistrée durant les trois derniers mois de 2000 et des révisions à la baisse apportées aux chiffres du PIB réel pour les trois premiers trimestres, on estime désormais que l'activité économique s'est accrue à un taux annuel moyen de 4,7 % en 2000, soit moins que les 5 % attendus au moment de la rédaction de la *Mise à jour* de février. Les données dont nous disposons à l'heure actuelle indiquent que l'augmentation du PIB réel pour le premier trimestre de 2001 serait de l'ordre de 1,25 à 2,25 %, les gains solides réalisés en ce qui concerne la demande intérieure finale ayant été effacés en partie par la stagnation des exportations et un nouveau repli des investissements en stocks.



2. D'après les calculs fondés sur l'indice de volume en chaîne de Fisher (voir la Note technique 3, p. 24), la progression de la production globale, qui était de 3,7 % en moyenne pour les trois premiers trimestres de 2000, est tombée à 1,2 % au dernier trimestre.



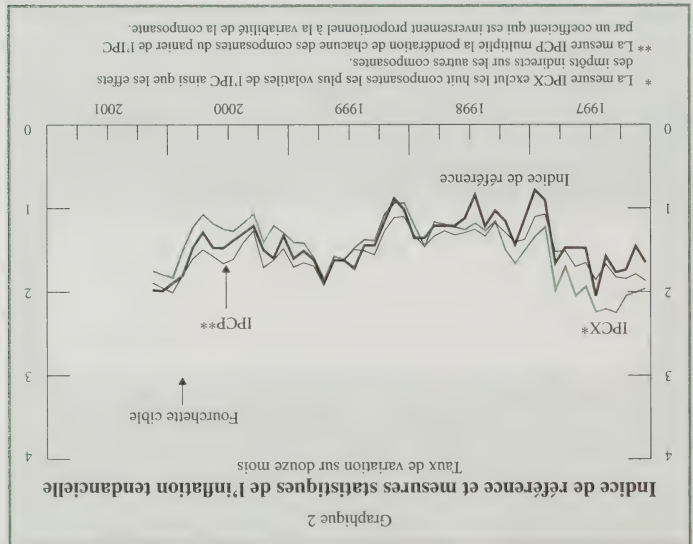
1. En Alberta, la hausse des prix à la consommation du gaz naturel a été contenue, entre janvier et avril, grâce à un programme d'aide des autorités provinciales. En Colombie-Britannique, un crédit spécial du gouvernement de la province a limité l'augmentation des tarifs d'électricité entre février et avril, tandis qu'en Alberta, les remises accordées aux consommateurs par les pouvoirs publics aboutiront au même résultat pour toute l'année 2001. On estime que ces mesures ont fait baisser le taux de variation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation pour l'ensemble du pays d'environ 0,3 point de pourcentage au premier trimestre de 2001.

Après avoir diminué entre mai et octobre 2000, les prix des produits de base non énergétiques sont restés stables ces derniers mois (Graphique 4). Le ralentissement de la croissance économique mondiale a entraîné un nouveau recul des cours de certains métaux et de la pâte à papier, mais, par suite d'un raffermissement

rense (Graphique 3). L'indice des prix en chaîne du PIB relativement à l'indice de référence la progression marquée qu'a connue durant la même période Canada entre la fin de 1999 et celle de 2000 contribue à expliquer la poussée des cours des produits de base énergétiques au local et du transport aérien.

Jusqu'à présent, les effets de première vague de la flambée des cours de l'énergie sur l'indice de référence sont demeurés faibles. Selon nos estimations, la hausse de l'indice attribuable à ce renchérissement s'est chiffrée à moins de 0,1 % au cours de la dernière année et s'est fait sentir surtout dans les tarifs du transport

en général¹. Les prix des aliments, surtout ceux du bœuf, du porc et des légumes, ont aussi beaucoup augmenté depuis quelques



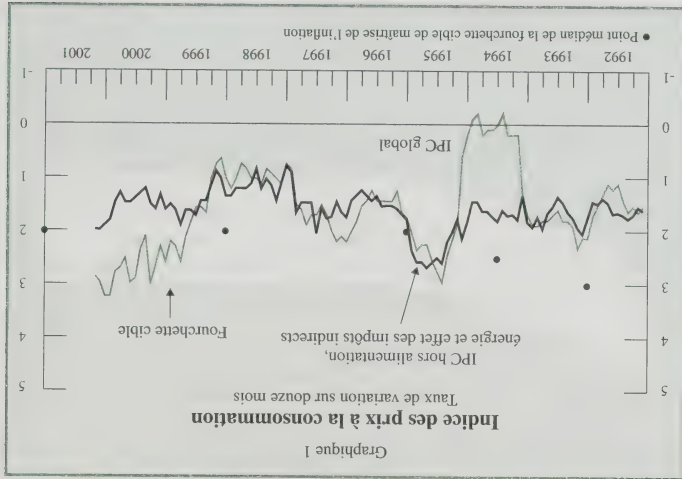
2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Depuis l'automne, l'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté pour atteindre un peu plus rapidement que prévu le point médian de la fourchette de 1 à 3 % que vise la Banque. Le taux d'accroissement de l'IPC global, pour sa part, est demeuré près de 3 %, ce qui tient principalement à l'escalade des prix de l'énergie au cours de la dernière année.

L'inflation et la fourchette cible

Le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence, qui était de 1,3 % en septembre dernier, s'établissait à 2,0 % en février, soit à un niveau légèrement supérieur à celui qui était prévu dans le Rapport de novembre (Graphique 1). Les autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle se sont situées juste en deçà de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 2).

La hausse de l'inflation mesurée par l'indice de référence qui a été observée depuis six mois touche toutes les grandes composantes de cet indice.



Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est resté près de 3 % depuis l'automne, ce qui reflète les fortes majorations qu'ont subies les cours de l'énergie durant la dernière année. Bien que la montée des prix du mazout et de l'essence se soit ralentie au cours de cette période, l'insuffisance de l'offre de gaz naturel a entraîné un relèvement considérable des cours de l'énergie

... alors que le taux d'accroissement de l'IPC global est demeuré près de 3 %.

1. INTRODUCTION

Au moment de la parution du *Rapport sur la politique monétaire* de novembre 2000, on estimait que l'économie mondiale conser-

vait un grand dynamisme, malgré l'apparition de signes indiquant que le ralentissement attendu de l'activité aux États-Unis s'était

amorcé.

En réalité, la baisse de régime de l'économie américaine a été

plus prononcée que prévu et, en grande partie sous l'effet de ce

facteur, la progression de la demande mondiale a été inférieure

aux projections. Le tassement de l'activité à l'échelle internatio-

nale, conjugué au recul des prix de l'énergie par rapport aux

sommets atteints antérieurement, a atténué le risque d'une recu-

descente des pressions inflationnistes dans le monde.

La brusque décélération de l'expansion aux États-Unis, surtout

du côté de la demande de véhicules automobiles et de matériel

informatique et de télécommunication, a été déterminante dans le

ralentissement de la croissance économique survenu au Canada

vers la fin de l'an dernier et au début de 2001. Compte tenu du

rééquilibrage des stocks en cours dans les secteurs où la demande

s'est repliée, on s'attend maintenant à ce que, tant aux États-Unis

qu'au Canada, le rythme d'expansion au premier semestre de cette

année soit nettement moindre qu'on ne l'avait projeté en novembre.

En conséquence, l'économie canadienne tournera probablement un

peu en deçà des limites de sa capacité au milieu de 2001, ce qui

donne à penser que des pressions à la baisse s'exerceront sur

l'inflation mesurée par l'indice de référence durant le reste de

l'année.

Dans le but de favoriser une accélération de la croissance de la

demande globale au second semestre de 2001 et en 2002, la Banque

du Canada a abaissé le taux officiel d'escompte de 25 points de

base à la date d'annonce préalable du 23 janvier, de 50 points de

base à celle du 6 mars et de 25 points de base à celle du 17 avril.

Le taux d'escompte a ainsi été ramené à 5,0 %, et le taux cible du

financement à un jour à 4,75 %. Ces interventions cadraient avec

l'objectif de la Banque, qui est de maintenir l'inflation à moyen

terme près du point médian de sa fourchette cible de maîtrise de

l'inflation, qui va de 1 à 3 %.

La principale source d'incertitude au sujet de l'évolution de

l'économie canadienne concerne le moment et la vigueur du

redressement aux États-Unis. Même si la Banque prévoit une accé-

lération marquée de l'activité aux États-Unis au second semestre

de 2001 et de nouveaux gains à ce chapitre en 2002, la soudaineté

et l'ampleur du ralentissement observé incitent à croire que le raf-

fermissement de la demande globale dans ce pays pourrait se faire

attendre.

Les données que renferme le présent rapport s'arrêtent à la date d'annonce préalable

du 17 avril 2001.

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

AU CANADA

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques du revenu et de l'emploi.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques du revenu et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Depuis décembre 2000, des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir la fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des conditions monétaires sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener l'inflation au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. En décembre 1993, il a été décidé de maintenir cette fourchette jusqu'à la fin de 1998. En février 1998, son application a été prolongée jusqu'à la fin de 2001.
- Le gouvernement et la Banque comptent établir, d'ici la fin de 2001, quelle cible à long terme de la politique monétaire est compatible avec la stabilité des prix.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix des aliments et de l'énergie et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects, mesure qu'elle appelle *indice de référence*.
- En longue période, les mesures de l'inflation fondées sur l'IPC global et sur l'indice de référence tendent à présenter des profils d'évolution similaires. Toutefois, si l'on s'attendait à ce que les deux indices affichent de façon persistante des profils d'évolution divergents, la Banque ajusterait la trajectoire souhaitée pour le taux d'augmentation de l'indice de référence de façon à ramener celui de l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction	5
2. L'évolution récente de l'inflation	6
L'inflation et la fourchette cible.....	6
Les facteurs qui influent sur l'inflation	9
3. L'évolution financière	16
Les mesures de politique monétaire et	
l'évolution des marchés financiers	16
Les autres aspects de l'évolution	
financière	18
4. Les perspectives en matière d'inflation	20
La conjoncture internationale	20
La demande et l'offre globales	
au Canada	22
La mesure des attentes relatives	
à l'inflation	23
Les autres facteurs qui influent	
sur l'inflation	25
Les projections basées sur l'évolution	
des agrégats monétaires	26
Les prévisions relatives à l'inflation	28
5. Conclusions	29
Bibliographie	30

Tout compte fait, la Banque reste relativement optimiste quant aux perspectives économiques du Canada pour le reste de l'année et le début de 2002. [...] Les facteurs fondamentaux de l'économie canadienne sont solides; en fait, ils n'ont jamais été aussi robustes depuis de 30 ans. Le Canada continue de jouir d'un taux d'inflation bas, stable et prévisible.

David Dodge
gouverneur de la Banque du Canada
Déclaration préliminaire devant
le Comité sénatorial permanent
des banques et du commerce
28 mars 2001

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— mai 2001 —

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de David Dodge, Malcolm Knight, Charles Freedman,
Paul Jenkins, Tim Noël, Sheryl Kennedy et Pierre Duguay.

Le dollar d'argent de 1985 illustre en couverture, qui est l'œuvre de Karel Roblicek, a été frappé pour marquer le centenaire des parcs nationaux du Canada. Les bases de notre réseau de parcs nationaux ont en effet été jetées en novembre 1885, lorsqu'il a été décidé qu'un territoire de 26 kilomètres carrés situé sur le versant nord du mont Sulpheur serait au domaine public. C'est ainsi que le parc national Banff a vu le jour. La Division des parcs du Dominion, le premier organisme de gestion de parcs nationaux au monde, a été créée en 1911, et la Loi sur les parcs nationaux a été promulguée en 1930. Les parcs nationaux et les réserves de parc national (terres destinées à devenir des parcs) sont actuellement au nombre de 39.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

4516

CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— mai 2001 —



MONETARY POLICY REPORT

– May 2001 –

Summary

At this time, the key issue in the conduct of monetary policy in Canada is the extent of the current slowdown in the pace of economic activity stemming primarily from developments in the United States.

The slowdown in Canada's economic growth late last year and in the first half of 2001 has been greater than expected, and the automotive, electrical, and electronic manufacturing sectors in particular have had to make significant adjustments. It remains the Bank's view that after a first-half slowdown, economic growth will pick up in the second half of the year and in 2002.

The latest economic and financial developments support this view. Recent data point to continued growth in overall activity. In addition, current developments are consistent with the view that weakness associated with an inventory adjustment will be concentrated in the first half, that business investment in new technology will continue, and that the easing in monetary conditions will support growth.

Consistent with this projection for output growth, the Bank sees the development of some downward pressure on core inflation, which will likely average somewhat below 2 per cent over the remainder of this year. The anticipated downward pressure on

core inflation this year should reverse through 2002 as the economy expands at a rate above its growth potential.

Highlights

- After slowing in the first half of 2001, economic growth in Canada is expected to pick up in the second half and rise somewhat further in 2002 to slightly above the economy's growth potential.
- As a result of slowing activity and the associated downward pressure on inflation, core inflation will likely average somewhat below 2 per cent over the remainder of 2001.
- In 2002, with the economy projected to grow above potential, these pressures should reverse, and core inflation should move back to 2 per cent towards the end of the year.
- The rate of increase in the total CPI, currently close to 3 per cent, is expected to move down to 2 per cent by the end of 2001.
- The main risk to this outlook is the possibility that the U.S. slowdown could be more protracted than anticipated.

The main risk to this outlook for the Canadian economy is the possibility that the U.S. slowdown could be more protracted than anticipated. For example, if consumer and business confidence in the United States does not improve, this could lead to weaker consumption and investment spending. The Bank will have to monitor developments in this area closely.

Another development that the Bank will have to watch closely because of its possible implications for aggregate demand and inflation in Canada is the shift in international financial market sentiment that has led to a strengthening of the U.S. dollar against the Canadian dollar and other currencies.

Recent Economic and Financial Developments

After increasing by 4.5 per cent on average over the first three quarters of 2000, the pace of economic expansion in Canada has slowed to a rate below the economy's growth potential. In the fourth quarter of 2000, real GDP in Canada rose at an annual rate of only 2.6 per cent. Available information suggests that real GDP growth for the first quarter of 2001 will be in a range

of 1.25 to 2.25 per cent, with robust gains in final domestic demand partly offset by sluggish exports and further reductions in inventory investment.

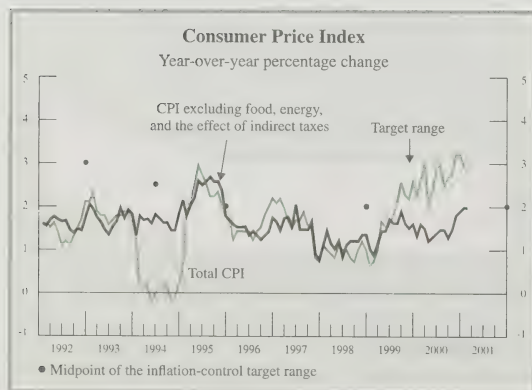
Since last autumn, core CPI inflation has moved up to the midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent inflation-control target range slightly faster than expected. The rate of increase in the total CPI has remained close to 3 per cent, primarily reflecting increases in energy prices over the past year.

The increase in the core rate is consistent with the view that signs of excess demand emerged in product markets in the second half of 2000. The full range of indicators that the Bank monitors suggests that the economy was operating at, or slightly above, full capacity at the end of last year.

However, given the sharp slowing we have seen in the pace of activity, these pressures on capacity have eased since last autumn with the economy expected to be operating somewhat below capacity by mid-2001.

In light of this slowdown and movement towards a position of excess supply, the Bank of Canada lowered its Bank Rate by 25 basis points on the 23 January announcement date, by 50 basis points on 6 March, and by an additional 25 basis points on 17 April. These actions brought the Bank Rate down to 5.0 per cent and the target for the overnight rate to 4.75 per cent. These moves were aimed at keeping inflation close to the midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent target range over the medium term.

Developments in financial markets have generally been consistent with expectations of a sharper slowdown in the United States than in Canada. Yield spreads between Canadian and U.S. government securities turned positive for maturities of 2 to 30 years in late 2000 and subsequently



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– mai 2001 –

Sommaire

La grande inconnue de l'heure pour les responsables de la conduite de la politique monétaire au Canada concerne l'ampleur du ralentissement actuel de l'activité, lequel est attribuable principalement à la conjoncture aux États-Unis.

La décélération de la croissance économique observée au Canada à la fin de l'année dernière et au premier semestre de 2001 a été plus prononcée que prévu, et les secteurs de l'automobile et de la fabrication de produits électriques et électroniques en particulier ont dû procéder à des ajustements importants. La Banque reste d'avis que ce fléchissement sera suivi d'une accélération de l'expansion au deuxième semestre et en 2002.

L'évolution économique et financière récente appuie ce point de vue. Les dernières données témoignent d'une poursuite de la croissance dans l'ensemble de l'économie. En outre, la tournure actuelle des événements vient conforter l'opinion voulant que la faiblesse associée à la correction des stocks se concentrera au premier semestre, que les entreprises continueront d'investir dans les nouvelles technologies et que l'assouplissement des conditions monétaires favorisera l'expansion de l'économie.

Sur la foi de la croissance escomptée de la production, la Banque prévoit l'apparition de certaines pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence, qui devrait s'établir à un taux moyen légèrement inférieur à 2 % durant le reste de l'année. Comme

Faits saillants

- Après avoir ralenti au premier semestre de 2001, l'expansion au Canada devrait s'accélérer au second semestre et se raffermir encore quelque peu en 2002 pour dépasser légèrement le taux de croissance potentiel de l'économie.
- Compte tenu du tassement de l'activité et des pressions à la baisse sur l'inflation qui l'accompagnent, il est probable que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'établira en moyenne un peu au-dessous de 2 % pour le reste de l'année.
- En 2002, comme l'économie connaîtra vraisemblablement un rythme d'expansion supérieur à celui de son potentiel, ces pressions à la baisse devraient s'inverser, et le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait remonter à 2 % vers la fin de l'année.
- Le rythme d'accroissement de l'IPC global, qui s'approche présentement de 3 %, devrait redescendre à 2 % d'ici la fin de 2001.
- Le principal risque qui pèse sur ces perspectives est que le ralentissement de l'activité aux États-Unis dure plus longtemps que prévu.

l'économie connaîtra vraisemblablement un rythme d'expansion supérieur à celui de son potentiel en 2002, ces pressions à la baisse devraient s'inverser au courant de l'année prochaine.

Le principal risque qui pèse sur les perspectives de l'économie canadienne est que le ralentissement de l'activité aux États-Unis dure plus longtemps que prévu. Par exemple, à défaut d'un regain de confiance des ménages et des entreprises dans ce pays, les dépenses de consommation et d'investissement pourraient s'affaiblir. La Banque devra suivre de près l'évolution de la situation.

De plus, elle devra prêter une attention particulière au changement d'humeur sur les marchés financiers internationaux, qui s'est traduit par l'appréciation du dollar É.-U. vis-à-vis du dollar canadien et des autres monnaies, en raison de ses répercussions possibles sur l'évolution de la demande globale et de l'inflation au Canada.

L'évolution économique et financière récente

Après s'être chiffré à 4,5 % en moyenne au cours des trois premiers trimestres de 2000, le rythme de l'expansion au Canada est descendu au-dessous du taux de croissance potentiel de l'économie. Au quatrième trimestre, le PIB réel du pays n'a ainsi progressé

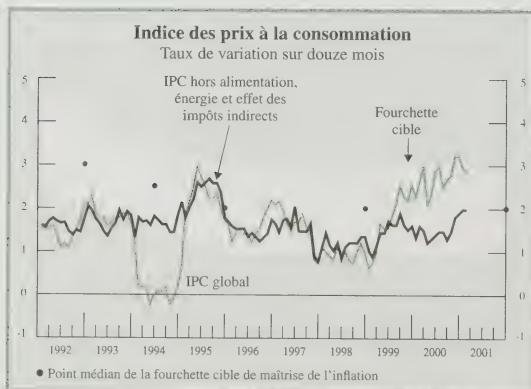
que de 2,6 % en taux annuel. Les données dont nous disposons actuellement indiquent que l'augmentation du PIB réel pour le premier trimestre de 2001 serait de l'ordre de 1,25 à 2,25 %, les gains solides réalisés au chapitre de la demande intérieure finale ayant été effacés en partie par la stagnation des exportations et un nouveau repli des investissements en stocks.

Depuis l'automne, l'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté pour atteindre un peu plus rapidement que prévu le point médian de la fourchette de 1 à 3 % que vise la Banque. Le taux d'accroissement de l'IPC global, pour sa part, est demeuré près de 3 %, ce qui tient principalement à l'escalade des prix de l'énergie au cours de la dernière année.

La montée de l'inflation mesurée par l'indice de référence conforte l'opinion selon laquelle le marché des biens et services commençait à être aux prises avec une demande excédentaire au second semestre de 2000. Il ressort de la gamme complète des indicateurs examinés par la Banque que l'économie fonctionnait, à la fin de cette période, à pleine capacité sinon au-delà.

Toutefois, les pressions s'exerçant sur l'appareil de production se sont atténuées depuis l'automne, étant donné la baisse de régime prononcée qui a été observée; l'économie canadienne devrait donc tourner un peu en deçà des limites de sa capacité au milieu de cette année.

Compte tenu de cet essoufflement de la croissance et de l'apparition attendue d'une situation d'offre excédentaire, la Banque du Canada a abaissé le taux officiel d'escompte de 25 points de base à la date d'annonce préétablie du 23 janvier, de 50 points de base à celle du 6 mars et de 25 points additionnels à celle du 17 avril. Le taux d'escompte a ainsi été ramené à 5,0 %, et le taux cible du financement à un jour, à 4,75 %. Ces interventions avaient pour objet de maintenir l'inflation à moyen terme près du point médian de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque.



L'évolution des marchés financiers a généralement été conforme aux attentes d'un ralentissement plus marqué aux États-Unis qu'au Canada. Vers la fin de 2000, les écarts de rendement entre les titres des gouvernements canadien et américain sont devenus positifs pour les échéances de 2 à 30 ans, et ils se sont creusés depuis. Mais cette évolution est aussi imputable à la préférence accrue accordée aux avoirs libellés en dollars É.-U., les investisseurs internationaux recherchant, en période d'incertitude, la sécurité et la liquidité offertes par les marchés financiers américains.

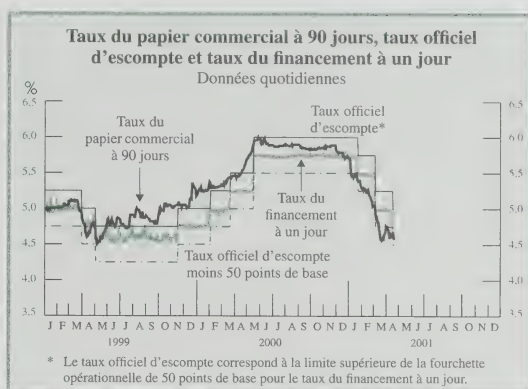
Le changement d'attitude des investisseurs s'est aussi reflété dans la vigueur du dollar É.-U. par rapport à toutes les autres grandes monnaies. Il tient à un certain nombre de facteurs apparus récemment, à savoir la volatilité affichée par les places boursières du monde entier, la décélération de l'économie mondiale, les difficultés économiques et financières éprouvées dans plusieurs économies de marché émergentes et les préoccupations concernant l'orientation des politiques macroéconomiques et structurelles de certains pays industriels.

En raison de ce changement d'humeur sur les marchés, le cours du dollar canadien a baissé, passant de quelque 67 cents É.-U., au début de l'année, à environ 64 cents récemment. Il est resté assez ferme, toutefois, par rapport aux autres grandes monnaies.

Compte tenu de la baisse des taux d'intérêt à court terme et de la dépréciation du dollar canadien, les conditions monétaires se sont considérablement assouplies depuis la parution du *Rapport* de novembre.

Les perspectives en matière d'inflation

Les attentes d'inflation étant bien arimées autour de 2 %, les perspectives à ce chapitre sont tributaires de l'équilibre entre l'offre et la demande au sein de l'économie canadienne, lequel est très sensible aux facteurs extérieurs.



Les projections concernant la croissance économique mondiale pour 2001 ont été révisées à la baisse, principalement par suite du tassement abrupt de la croissance aux États-Unis.

La Banque estime que le rythme d'expansion de l'économie américaine se situera, en moyenne annuelle, entre 1,0 et 2,0 % cette année et atteindra 2,0 à 3,0 % en moyenne au second semestre. Pour 2002, la Banque projette un taux s'établissant entre 2,5 et 3,5 %¹. Un certain nombre de facteurs, notamment la baisse des taux d'intérêt, devraient contribuer à relancer l'activité. Toutefois, comme nous l'avons déjà mentionné, le ralentissement de l'économie américaine risque de durer plus longtemps que prévu.

La Banque continue de prévoir un renforcement de la croissance économique au Canada au second semestre de 2001 et en 2002. Ce pronostic se fonde sur plusieurs facteurs : la reprise anticipée de l'économie américaine au second semestre, la fin de la correction actuelle des stocks, la poursuite des investissements dans les nouvelles technologies, les récentes diminutions

1. Le point médian de la plage des valeurs projetée par la Banque pour 2001 est légèrement inférieur au taux sur lequel s'entendent actuellement les prévisionnistes; pour 2002, il est très voisin du chiffre avancé par ceux-ci.

d'impôt et l'assouplissement des conditions monétaires au pays.

Depuis la parution de la *Mise à jour* de février, les indicateurs économiques pour les six premiers mois de 2001 sont partagés; certains sont favorables et d'autres non. De façon générale, ils confirment le ralentissement qui avait été prévu dans la *Mise à jour* pour le premier semestre. Il semble maintenant que la croissance économique durant cette période se chiffrera, en moyenne, entre 1,25 et 2,25 %. Au deuxième semestre, nous prévoyons que le rythme de progression de l'économie connaîtra une nette accélération pour se situer entre 2,5 et 3,5 %.

Étant donné le profil de croissance anticipé aux premier et second semestres de l'année ainsi que la révision à la baisse des chiffres du PIB pour 2000, la Banque a revu à la baisse sa projection relative à l'expansion économique pour 2001 (en moyenne annuelle), pour l'établir entre 2,0 et 3,0 %. En 2002, le rythme d'expansion de l'activité devrait être un peu plus élevé que celui attendu au deuxième semestre de 2001, et l'économie devrait progresser à un rythme légèrement supérieur au taux d'augmentation de la production potentielle, que nous évaluons à 3 %².

La résurgence anticipée d'une offre excédentaire au sein de l'économie cette

année devrait engendrer des pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence d'ici la fin de 2001. Deux facteurs devraient toutefois limiter l'incidence de l'offre excédentaire sur le taux d'accroissement de cet indice cette année. Premièrement, le taux d'inflation attendu à plus long terme se situe encore très près de 2 %, soit au même niveau environ que le taux actuel de l'inflation mesurée par l'indice de référence. Deuxièmement, on prévoit que les hausses salariales demeureront stables, voire augmenteront si les pressions qui s'exercent actuellement dans certains secteurs et certaines professions commencent à se généraliser, ce qui, combiné à un fléchissement possible de la croissance de la productivité, aurait pour effet de pousser à la hausse les coûts unitaires de main-d'œuvre.

Somme toute, il est probable que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'établira en moyenne à un taux légèrement inférieur à 2 % pour le reste de l'année. En 2002, comme la Banque prévoit que l'économie connaîtra un rythme d'expansion supérieur à celui de son potentiel, ces pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient s'inverser, et le taux d'augmentation de celui-ci devrait remonter à 2 % d'ici la fin de l'année.

Si les cours mondiaux de l'énergie se stabilisent autour des niveaux actuels, le rythme d'accroissement de l'IPC global, qui s'approche présentement de 3 %, devrait redescendre à 2 % d'ici la fin de 2001.

2. On ne croit pas que ces prévisions seront touchées de façon sensible par l'adoption prochaine d'une nouvelle mesure du PIB. (Voir la Note technique 3 dans la version intégrale du *Rapport* pour de plus amples renseignements à ce sujet.)

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en mai et en novembre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en août et en février. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario) K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;

site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

widened out. But this also reflects an increased preference for U.S. assets on the part of global investors who have sought the safety and liquidity of U.S. financial markets at a time of market uncertainty.

This swing in investor sentiment has also been reflected in the strength of the U.S. dollar against all major currencies. A number of recent developments have been behind this shift in sentiment: volatile global equity markets; the slowing global economy; economic and financial difficulties in several emerging-market economies; and concern about the direction of macroeconomic and structural policies in certain industrial countries.

As a result of these market swings, the Canadian dollar has declined from about 67 cents (U.S.) at the turn of the year to around 64 cents more recently. Compared with other major currencies, however, the Canadian dollar has remained quite firm.

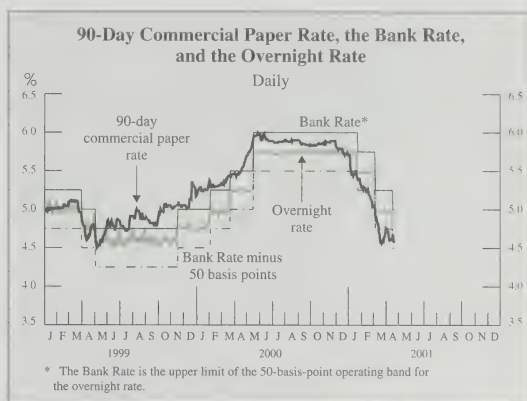
With declining short-term interest rates and a lower Canadian dollar, monetary conditions have eased substantially since the November *Report*.

The Outlook for Inflation

With inflation expectations solidly anchored around 2 per cent, the outlook for inflation depends on the balance between demand and supply in the Canadian economy. This balance is strongly influenced by external developments.

Projections of world economic growth for 2001 have been revised down, primarily reflecting the abrupt slowdown in the United States.

The Bank's projection for the United States is for economic growth of between 1.0 and 2.0 per cent this year, on an annual average basis, with growth in the second half of the year averaging 2.0 to 3.0 per cent. In 2002, the Bank



projects U.S. economic growth of 2.5 to 3.5 per cent.¹ A number of factors, including declines in interest rates, are expected to lead to this rebound. As noted earlier, however, there are risks that the U.S. slowdown could be more protracted than projected.

For Canada, the Bank continues to see a strengthening in economic activity in the second half of this year and in 2002. This view reflects several factors: a second-half rebound in the U.S. economy; completion of the current inventory correction; continued investment in new technology by businesses; recent tax cuts; and the easing in domestic monetary conditions.

Since the February *Update*, the economic information on the first half of 2001 has been mixed, with both positive and negative indicators. On balance, the data confirm the slowdown in the first half of the year anticipated in the *Update*. It now looks as if growth over the first six months will average between 1.25 and 2.25 per cent. For the second half of the year, we see growth picking up significantly to between 2.5 and 3.5 per cent.

1. The midpoint of the Bank's projection range for 2001 is slightly below the latest consensus U.S. forecast. For 2002, it is very close to the consensus.

Based on this first-half/second-half profile, together with the downward revision to GDP in 2000, the Bank's projection for economic growth in 2001 (on an annual average basis) has been revised down to between 2.0 and 3.0 per cent. The pace of activity in 2002 is expected to be somewhat stronger than in the second half of 2001, with the economy expanding at a rate slightly above the Bank's estimate of potential output growth of 3 per cent.²

The expected re-emergence of excess supply in the economy this year should contribute to downward pressure on core inflation during the rest of 2001. Two factors, however, are expected to limit the impact of excess supply on the core rate this year. First, longer-term inflation expectations are still very close to 2 per cent—about the same as the current level of core inflation. Second, wage increases are expected to remain steady, or possibly even edge up if current pressures in some sectors and professions become more widespread, while productivity

growth may ease, thus putting upward pressure on unit labour costs.

On balance, it seems likely that core inflation over the remainder of this year will average somewhat below 2 per cent. In 2002, with the economy projected to grow above potential, these pressures should reverse, and core inflation should move back to 2 per cent by the end of the year.

The rate of increase in the total CPI, currently close to 3 per cent, is expected to move down to 2 per cent by the end of 2001 on the assumption that world energy prices remain close to current levels.

2. This outlook is not materially affected by forthcoming changes in the measurement of GDP. (See Technical Box 3 in the full *Report* for more details.)

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in May and November. Regular *Updates* are published in August and February. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
or visit our Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

CA1
FN73
- M56

Government
Publications

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

– November 2001 –



The 1985 silver dollar on the cover was designed by Karel Roblicek and marks the 100th anniversary of Canada's National Parks. The national parks system began in November 1885 when 26 square kilometres on the north slope of Sulphur Mountain were set aside for public use. This was the beginning of what is now Banff National Park. The Dominion Parks Branch, the world's first distinct bureau of national parks, was formed in 1911, and the National Parks Act was passed in 1930. There are currently 39 national parks and national park reserves (areas designated to become parks).

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

4521
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— November 2001 —



*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
David Dodge, Malcolm Knight, Charles Freedman, Paul Jenkins,
Sheryl Kennedy, and Pierre Duguay.*

All of us at the Bank of Canada share a deep sorrow at the loss of so many lives in the 11 September terrorist attacks in the United States. Among those who died were innocent citizens of many nationalities, including Canadians. To their families, friends, and colleagues we extend our heartfelt sympathy. As we strive to come to terms with this tragedy and its implications for all of us, we are tremendously encouraged by the co-operation, solidarity, and determination that are abundantly evident both at home and in the international community. Through this time of anxiety and uncertainty, we at the Bank of Canada will continue to fulfill our responsibility to support the economic well-being of Canadians and to promote the stability of the domestic and international financial systems.

David Dodge

Governor, Bank of Canada
24 October 2001

CONTENTS

1. Introduction	5
2. Recent Developments in Inflation	6
Inflation and the target range	6
Factors at work on inflation	9
3. Financial Developments	16
Policy actions	16
Exchange rate	19
Monetary conditions	20
Other financial developments	20
4. The Outlook for Inflation	22
Uncertainty in the current environment	22
International background	22
Aggregate demand and supply in Canada	25
Measures of inflation expectations	27
Other factors affecting inflation	28
Projections from the monetary aggregates	29
Inflation projection	31
5. Conclusions	32
Bibliography	33

Technical Boxes

1. The Near-Term Economic Effects of the Terrorist Attacks	12
2. Actions Taken in Canada to Deal with Possible Disruptions to the Financial System	17
3. The Outlook for Business Investment and Potential Output in the United States	24

CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—its operating band for the overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The target

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. That inflation-control target range was extended a number of times, most recently in May 2001, in this last case to the end of 2006. Monetary policy will continue to aim at keeping future inflation at the 2 per cent target midpoint of this range, both to maximize the likelihood that inflation stays within the target range and to increase the predictability of inflation over the longer term (Crawford 2001).

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on a *core* measure of CPI inflation that excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. Core inflation also tends to be a better predictor of future changes in the total CPI than does the recent history of CPI inflation (Macklem 2001).

1. INTRODUCTION

Two major issues dominate the analysis and policy discussion in this *Monetary Policy Report*: the nature and extent of the global economic slowdown that began late last year and the consequences of the terrorist attacks in the United States. Together, these factors have made the economic outlook considerably more uncertain than usual.

The global nature of the economic slowdown that began in the United States in the second half of last year became increasingly evident through the summer of 2001. Although Japan had already been experiencing a period of protracted weakness, it was only around mid-year that evidence began to indicate that worldwide economic activity was slowing rapidly.

The U.S. slowdown has its roots in several factors. These include the earlier tightening of monetary policy, the sharp rise in world energy prices, and the adjustments resulting from excess production and additions to capacity in the information and telecommunications sectors. This last factor—a classic investment cycle—has been a much stronger force than was initially recognized.

The economic consequences of the horrific events of 11 September are very difficult to assess. There has been a clear and immediate impact, particularly in North America, on transportation, finance, and tourism. But the size and duration of the effects are hard to gauge accurately. Even more problematic are the implications for consumer and business attitudes. While history offers some benchmarks, these events are unparalleled in North America. Only with additional time and data will the consequences of these events become more fully understood.

In this *Report*, we analyze the factors behind the global economic slowdown that was evident prior to 11 September (taking into account the implications of significant revisions to U.S. GDP and productivity data). We also provide the Bank's first assessment of the potential consequences of the terrorist attacks for the North American economy through 2002. While preliminary and subject to a wide band of uncertainty, this analysis will guide our reasoning and our judgment, as more data become available, about the implications for the Canadian economy, inflation, and monetary policy.

The economic outlook is considerably more uncertain than usual.

The economic consequences of the 11 September attacks are very difficult to assess.

In this Report, we provide the Bank's first assessment of the potential consequences of the terrorist attacks for the North American economy through 2002.

This report includes information received up to the fixed announcement date on 23 October 2001.

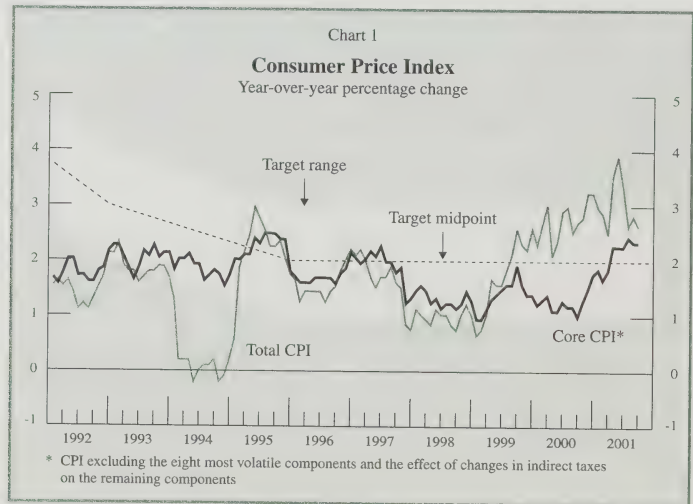
2. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

Since last February, core CPI inflation has risen to slightly above the midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent inflation-control target range. At the same time, the rate of increase in the total CPI has come down towards core inflation, primarily reflecting reductions in gasoline prices.

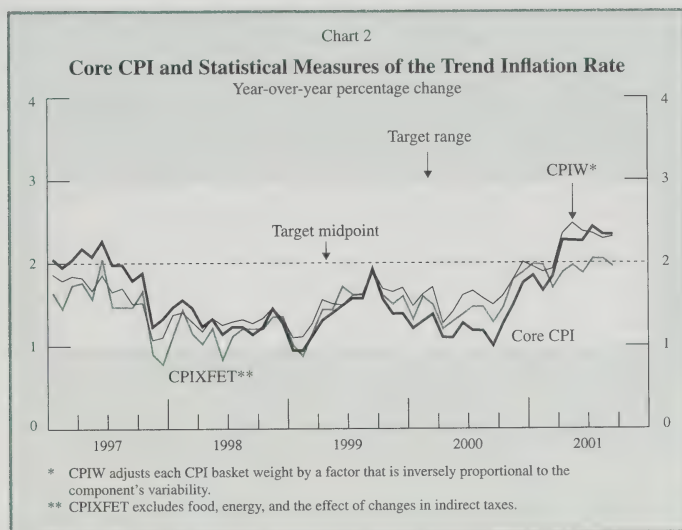
Inflation and the target range

Core inflation has risen to slightly above the midpoint of the target range...

Core inflation rose above 2 per cent in April and hovered around 2.3 per cent through the spring and summer, somewhat higher than projected in the *May Report* (Chart 1).¹ Other statistical measures of the trend rate of inflation were either the same or slightly lower than the core rate, suggesting that the underlying trend of inflation is unlikely to be above the core rate (Chart 2).



1. The core measure of CPI inflation that the Bank has been using since May 2001 excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight most volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs. Reasons for the Bank's adoption of this measure of core inflation are provided in Bank of Canada (2001) and Macklem (2001).



The rise in core inflation above 2 per cent is consistent with the lagged effects of an economy that was still operating just above capacity earlier this year. The increase in the core rate was also magnified by the fact that the level of core inflation had been held down temporarily early this year as a result of increased price discounting by motor vehicle manufacturers and dealers and by a special provincial credit program for electricity customers in British Columbia.

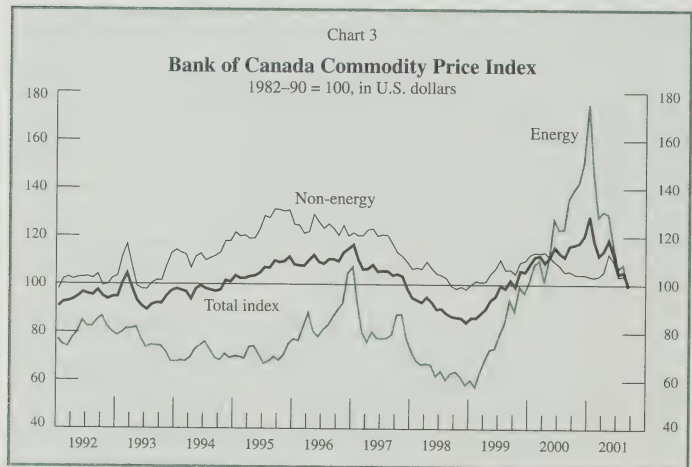
The 12-month rate of increase in the total CPI peaked at 3.9 per cent in May, boosted by a jump in natural gas prices (resulting from earlier tight supplies and the end of an Alberta government assistance program) and by a temporary surge in gasoline prices. Since then, the 12-month rate of increase in the total CPI has fallen sharply, moving down towards core inflation. In September, the 12-month rise in the CPI was 2.6 per cent. This marked decline in total CPI inflation towards the core rate reflects the partial reversal of previous energy-price increases. The prices of both fuel oil and gasoline fell over this period, primarily as a result of reductions in crude oil prices. As well, a buildup in natural gas inventories since early 2001 led to a large reduction in prices at the producer level, which contributed to an easing in the year-over-year rate of increase in natural gas prices at the consumer level since mid-year.

While recent declines in the prices of energy commodities are starting to contribute to a more moderate rate of increase in consumer energy prices, and therefore in the total CPI, the estimated

... while the rate of increase in the total CPI has been falling sharply.

pass-through of higher energy costs to the non-energy components of the total CPI is continuing—about 0.1 per cent over the past year. To date, this effect has been most evident in airfares, local transportation costs, and the prices of fruits and vegetables. Both core and total CPI inflation also appear to have been affected to some degree by the pass-through of increased costs for imported goods and services over the past year, partly resulting from the depreciation of the Canadian dollar during that period.

The prices of non-energy commodities have, on balance, decreased considerably since mid-April (Chart 3). In particular, slowing world economic growth has led to a further reduction in the prices of metals, pulp, newsprint, and livestock. In the case of lumber, the imposition of a countervailing duty on exports of softwood lumber to the United States resulted in a surge in prices paid by U.S. consumers, which has largely been reversed. For exporters of lumber, the price, net of duty, has decreased.

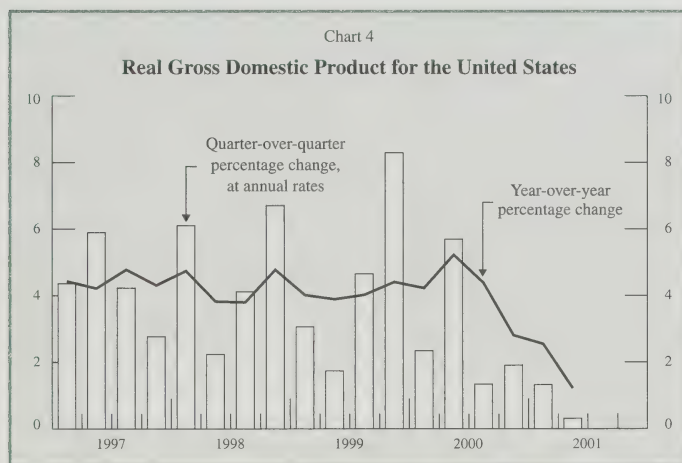


Factors at work on inflation

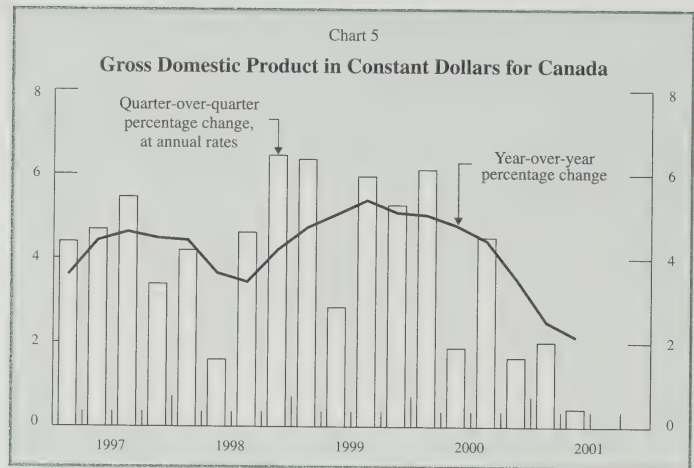
Aggregate demand

The slowing in Canada's economic expansion since the third quarter of 2000, to a rate well below the economy's growth potential, largely reflects the marked easing in growth of demand in the U.S. economy. Economic activity in the United States slowed abruptly after mid-2000, with the four-quarter growth of real GDP falling from 5.2 per cent in the second quarter of 2000 to 1.2 per cent in the second quarter of 2001 (Chart 4). In Canada, four-quarter growth in real GDP decreased from 4.8 per cent in the second quarter of 2000 to 2.1 per cent in the second quarter of 2001 (Chart 5).² Although economic growth in Canada was somewhat stronger than that in the United States over this period, the reduction in U.S. growth had a substantial adverse effect on the pace of Canada's expansion, given the close trade linkages between the two countries.

Growth of real GDP has eased considerably since the third quarter of 2000...



2. The real GDP measure published by Statistics Canada is now based on estimates using the chain Fisher volume formula and also includes a change in the treatment of software spending by businesses and governments (see Technical Box 3 in the *May Report*). For details, see Statistics Canada's Web site (www.statcan.ca) and the Bank of Canada's Web site (www.bankofcanada.ca). These changes bring Canada's measure of GDP in line with that of the United States. With these and other historical revisions, Statistics Canada estimates that real GDP in 2000 grew by 4.4 per cent on an annual average basis (instead of the previous estimate of 4.7 per cent, which valued output at 1992 prices).



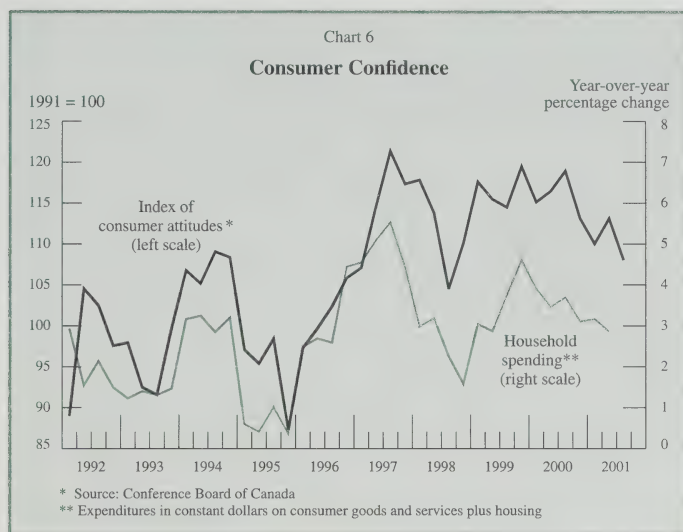
... mainly as a result of a retrenchment in U.S. capital spending.

Production of telecommunications products and other electronic equipment has fallen considerably.

The slowdown in the pace of U.S. economic activity has continued well into the second half of 2001, with few concrete signs of a rebound. The retrenchment in business investment, especially spending on high-technology equipment, has been particularly pronounced and more protracted than had been anticipated. September's terrorist attacks and their aftermath have had a further significant negative impact on the U.S. economy.

Economic growth in Canada in the third quarter of 2001 was also weaker than anticipated. The unexpectedly sharp downturn in U.S. capital expenditures and a significant easing in economic growth outside North America have been key negative factors for the Canadian economy. As a result, Canadian shipments and manufacture of telecommunications products, computers, and other electronic equipment have declined considerably from the very high levels reached at the end of last year. Moreover, despite production cutbacks, inventory levels in these particular manufacturing industries remained much higher than normal at mid-year, and as a result, further reductions are likely over the remainder of the year. Canadian exports and production of automotive products, pulp and paper, and chemical products have also been adversely affected by the U.S. economic slowdown. Inventory imbalances in these last two industries will contribute to additional downward pressure on output over the near term.

At the same time, growth in final domestic demand in Canada has weakened over the past year. The growth of household spending has been on a softening trend, reflecting the slowing in real income growth, recent job losses, and an associated decline in consumer confidence (Chart 6). In addition, capital spending by Canadian firms



has been edging down since the fourth quarter of 2000 in response to increasing excess production capacity, particularly in the telecommunications area.

The negative effects of the terrorist attacks have exacerbated these weakening trends in the Canadian economy. Our best estimate is that the disruption of activity in various sectors in Canada, particularly finance and transportation, reduced the growth rate of Canadian real GDP in the third quarter of 2001 by about 1 percentage point (Technical Box 1). Combined with an already weak picture, this suggests that growth in the third quarter was probably slightly negative and will likely be near zero in the fourth quarter.

The negative effects of the terrorist attacks have exacerbated the weakening trends in the Canadian economy.

Estimated pressures on capacity

Several measures indicate that pressures on production capacity eased significantly during the first three quarters of 2001. The Bank's most recent estimates of its conventional measure of potential output and the output gap suggest that the Canadian economy began to operate below its production capacity in the third quarter of 2001 (Chart 7). The unemployment rate has risen somewhat since mid-2000, and the marked reduction in the help-wanted index over this period, together with the reduction in employment since May 2001, points to weaker labour demand as the source of the increase in unemployment. The Bank's most recent survey of firms also suggests that capacity pressures and labour shortages

Several indicators suggest that the economy moved into a position of excess supply in the third quarter of 2001.

Technical Box 1

The Near-Term Economic Effects of the Terrorist Attacks

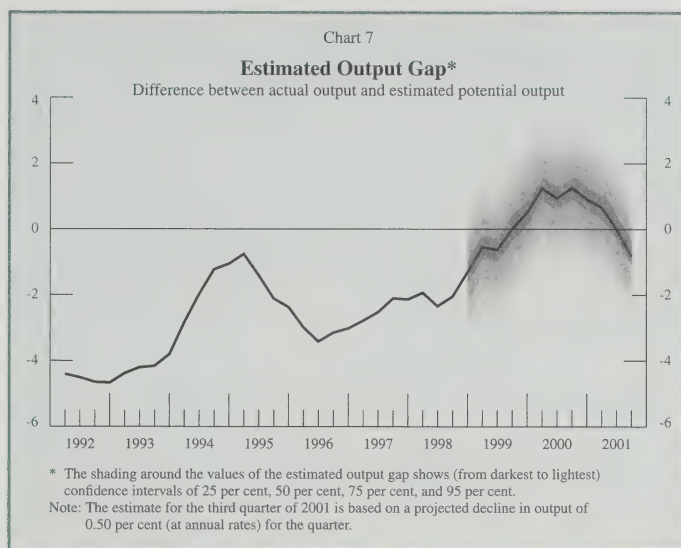
The terrorist attacks on the United States resulted in a horrific loss of human life, as well as enormous physical destruction to the heart of the country's financial centre. While the grim extent of these losses is evident, the economic effects remain uncertain and will undoubtedly extend far beyond the U.S. border. Given our proximity to the United States and the highly integrated nature of our economies, Canada is particularly affected.

On the day of the attacks and in the days immediately following, many activities either ceased or were severely disrupted. Trading was halted on stock exchanges; air travel was suspended; trucking activity was curtailed; and a wide variety of events were cancelled. More intense border inspections resulted in temporary shutdowns of some automobile production plants as "just-in-time" inventories of parts were delayed. While these effects were more pronounced in the United States than in Canada, they were evident on both sides of the border.

Beyond these very immediate effects, the attacks can be expected to influence household and business spending in North America. The air transportation and financial industries have already experienced significant adverse consequences, with substantial repercussions occurring in related sectors such as tourism and aircraft manufacturing. It is more difficult to assess the effects on consumer and business confidence. Initial evidence points to a substantial drop in consumer confidence in the United States but a more muted response in Canada. Nevertheless, business confidence has fallen sharply in Canada. Reduced economic activity in the United States also implies less demand for our exports. The impact of these various negative effects on economic activity in North America will be offset to some degree by higher spending on security by both governments and businesses, some substitution in expenditures by households and firms away from such items as air travel and into other goods and services, and eventually by the rebuilding of infrastructure in the United States.

Considering the factors outlined above, our best estimate is that this shock has reduced third-quarter growth (at an annual rate) in output by 1.5 to 2.0 percentage points in the United States, and by about 1 percentage point in Canada. This estimate of the shock implies a decline in U.S. real GDP of 1.0 to 2.0 per cent in the third quarter. In Canada, third-quarter growth is expected to be in a range of zero to -1.0 per cent at annual rates.

In the third quarter, the economic effects of the terrorist attacks will stem mainly from the associated production disruptions in North America. In the fourth quarter, some of these disruptions should unwind, but the adverse effects of declining confidence on household spending and business investment are expected to be more pronounced. As some sectors continue to suffer considerably from the attacks—particularly air travel, tourism, and related industries—workers are being laid off, reducing incomes and increasing economic uncertainty. While the fourth-quarter impact of the attacks on growth is more difficult to assess, it seems likely to be at least as large as the direct effects in the third quarter, suggesting that growth in GDP in the fourth quarter will be near zero.



have diminished appreciably since the beginning of the year. This easing in pressures on product and labour markets has been broadly based across the country.

Historical Revisions to Real GDP and the Output Gap

In the May *Report*, it was estimated that the output gap was close to zero in the first quarter of 2001. On 31 May, Statistics Canada replaced the old measure of real GDP, which valued output at 1992 prices, with estimates based on the chain Fisher volume index formula, and began to treat all software purchases by businesses as capital investments (rather than current expenses). As expected, these changes by themselves had little effect on the overall profile of the Bank's estimated output gap. At the same time, Statistics Canada revised up its estimates of average annual growth in real GDP (based on the chain Fisher volume formula) for the 1998–2000 period by nearly 1 percentage point, chiefly as a result of the incorporation of new benchmark data. About three-quarters of this upward revision to real GDP (and labour productivity) was treated as permanent, therefore raising the estimates of potential output. The remaining part of the revision feeds into excess demand, so the estimated level of excess demand in 2000 and the first quarter of 2001 was revised upwards.

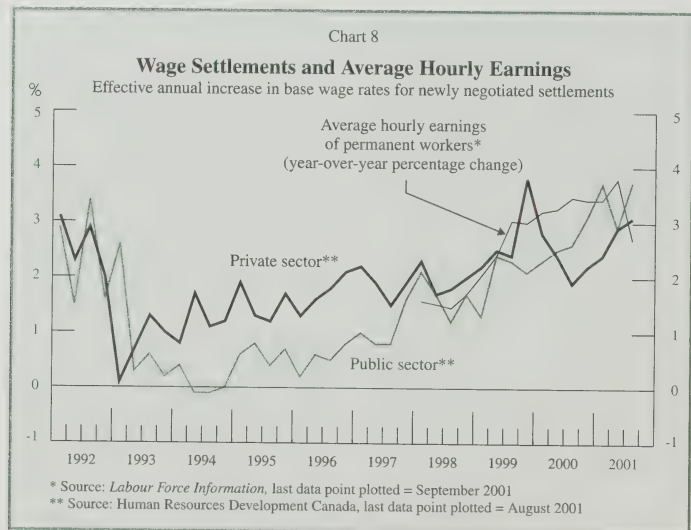
Despite this evidence, a number of other indicators suggest that conditions remained tight in certain product and labour markets in the first three quarters of this year. Skilled workers, particularly in the energy and health-care sectors, remained in short supply. Vacancy rates for industrial property were again very low in the third quarter of 2001, and office vacancy rates, while rising, were below average. New, unoccupied housing units were also in very short supply.

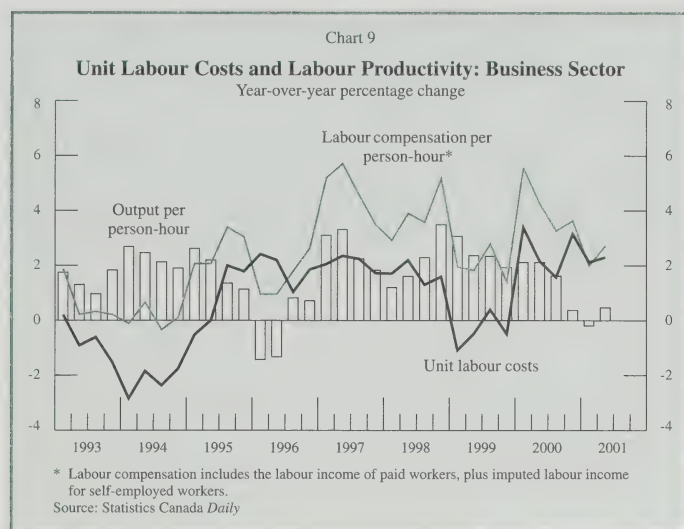
Overall, the slowing in economic activity since the last quarter of 2000 has substantially reduced demand pressures. On balance, the available evidence suggests that the economy was in excess supply in the third quarter.

Cost control

Gains in average hourly earnings have fallen back to about 2.75 per cent.

Based on the average hourly earnings of permanent workers, the underlying rate of increase in average labour compensation appears to have moved down to about 2.75 per cent in the third quarter of 2001, from about 3.5 per cent in the second half of 2000 (Chart 8).





The year-over-year rise in labour compensation in the business sector eased between the second quarter of 2000 and the second quarter of 2001. Meanwhile, growth in labour productivity remained modest in the first half of 2001 because of the slowdown in economic growth. With these rates of increase of compensation and productivity, the year-over-year increase in unit labour costs in the business sector was 2.3 per cent in the second quarter of 2001 (Chart 9).

With only modest growth in productivity, the rise in unit labour costs was just over 2 per cent at mid-year.

3. FINANCIAL DEVELOPMENTS

Policy actions

Changes in the target for the overnight rate announced since the May Report:

- 29 May—down
25 basis points to
4.5 per cent
- 17 July—down 25 basis
points
- 28 August—down
25 basis points
- 17 September—down
50 basis points
- 23 October—down
75 basis points to
2.75 per cent

The Bank of Canada has lowered its target for the overnight rate by 300 basis points since the beginning of the year (Chart 10). This includes five cuts totalling 200 basis points since the *May Report* (on 29 May, 17 July, 28 August, 17 September, and 23 October). The first two cuts, of 25 basis points each, were made in the context of a gradual slowing in economic growth in Canada that resulted from declining U.S. growth. With the subsequent recognition that the slowdown in both external and domestic aggregate demand was likely to be deeper and more protracted than earlier anticipated, especially following the terrorist attacks of 11 September, the pace of interest rate reductions picked up. The last three interest rate reductions—of 25, 50, and 75 basis points, respectively—brought the target for the overnight rate down to 2.75 per cent. The objective of these actions was to buttress demand and to bolster business and household confidence, as economic prospects weakened and the outlook for the future rate of inflation eased.

All of the interest rate changes, except that of 17 September, were made on the pre-announced dates. The 17 September action, between scheduled dates, was an extraordinary measure taken in the wake of the terrorist attacks in the United States. It, like similar actions in other countries, was aimed at underpinning consumer and business confidence in the aftermath of the attacks. The Bank of Canada also provided additional liquidity to the banking system immediately after the 11 September attacks to ensure the orderly functioning of financial markets (Technical Box 2).

In the United States, the Federal Reserve has lowered its target for the federal funds rate by 400 basis points in total since the beginning of the year, 250 basis points of which have been the result of actions taken since the completion of the *May Report*. The latter included two recent 50-basis-point cuts, one announced on 17 September, subsequent to the terrorist attacks, and one on 2 October in recognition of the continued weak trends in the U.S. economy. With these moves, the federal funds target has been lowered to 2.5 per cent.

Technical Box 2

**Actions Taken in Canada to Deal with
Possible Disruptions to the Financial System**

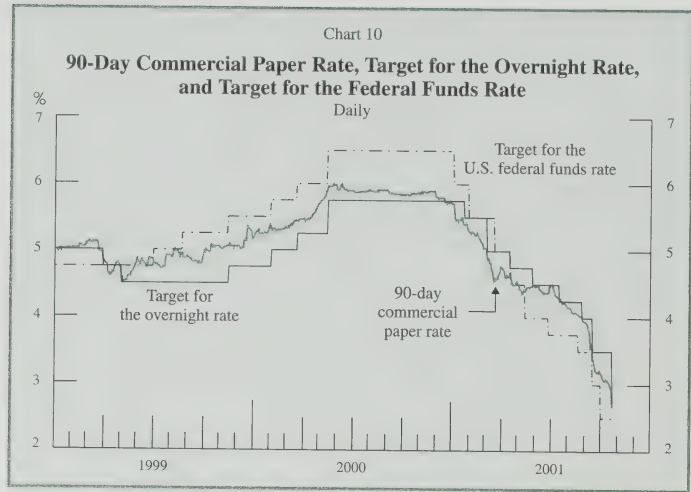
Following the attacks on the United States on 11 September, central banks worldwide moved quickly to support the financial system. This primarily involved helping clearing and settlement systems to remain operational by providing participants in the financial system with ready access to adequate liquidity for their short-term financing needs. In the aftermath of the attacks, major Canadian clearing and settlement systems functioned well, with transactions in the Large Value Transfer System (LVTS) and the Debt Clearing Service of the Canadian Depository for Securities clearing and settling within normal time frames.

Right after the attacks, Canadian financial institutions became concerned that the ability of some entities to complete payments might be impaired. Fearing a shortfall of incoming cash payments, participants in clearing and settlement systems became reluctant to send payments over these systems. More generally, participants increased their demand for settlement balance holdings. As a result, payment flows in the LVTS slowed soon after the attacks, and there were concerns about gridlock in payments processing in the LVTS.

The Bank of Canada responded promptly on 11 September, indicating that it would add liquidity to the system by bringing the level of excess settlement balances in the LVTS up to \$1 billion from the typical \$50 million. This reassured financial institutions that even if they did not receive their expected payment inflows, they would still have access to needed funds. As part of this action, the Bank also offered to carry out Special Purchase and Resale Agreements with primary dealers at the overnight rate. The additional \$950 million in liquidity was provided through 17 September and, subsequently, was gradually reduced, so that by 4 October, excess settlement balances in the LVTS were back down to \$50 million. It is important to note that these liquidity injections were in response to a temporary increase in the demand for settlement-balance holdings, and that by accommodating this temporary shift, the Bank avoided an inappropriate increase in the overnight rate of interest.

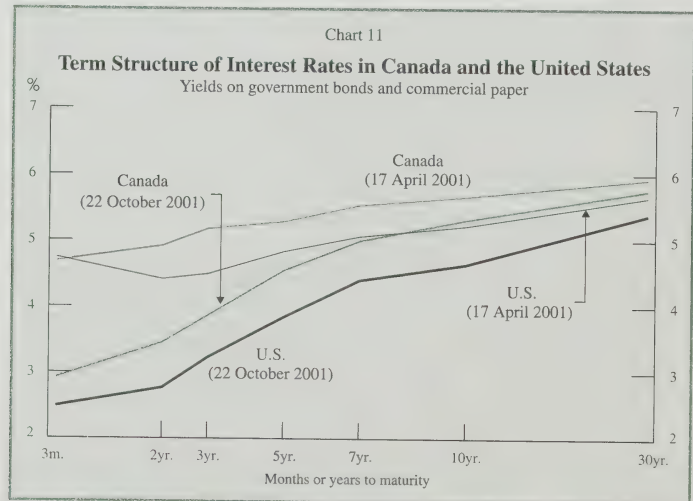
As well, in the days after the attacks, direct participants in the Automated Clearing Settlement System (ACSS), which clears and settles mainly paper-based (cheque) transactions, were given an additional daily opportunity to trade and so reduce their payment imbalances. This provision, which ended on 18 September, allowed participants to reduce any unusual need for liquidity and collateral in order to settle ACSS transactions.

With the impact of the attack on Lower Manhattan, there were temporary disruptions in payments and securities settlements in U.S. markets. For example, one major custodial bank (a bank that clears and settles securities-related transactions on behalf of other banks) experienced processing problems. This raised concerns that some banks, including Canadian institutions, might not be able to access their securities to pledge against needed loans. More generally, there was concern that banks might have difficulty raising funds in the market to finance U.S.-dollar loans. In response, the Bank arranged for a temporary (30-day) increase in its swap facility with the U.S. Federal Reserve to US\$10 billion (from US\$2 billion) to increase its capacity to provide short-term U.S.-dollar liquidity to Canadian banks. This temporary facility expired on 14 October. It did not prove necessary to draw upon it.



The yield curve in Canada has steepened and shifted downward since midsummer.

The more pessimistic economic outlook since midsummer has contributed to a downward shift and steepening in the yield curve in Canada and in the United States (Chart 11). The view that the North American economic recovery was delayed generated expectations of more policy easing, which are embodied in short-term interest rates. It may also have reduced the inflation component incorporated in long-term rates, since long-term bond yields have fallen in both Canada and the United States.

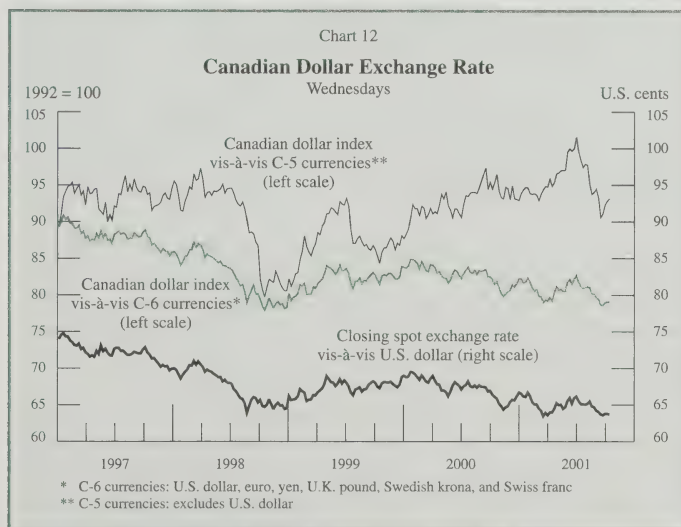


The positive interest rate differential between yields on Canadian and U.S. government bonds decreased through the summer months amid growing signs that the economic slowdown would affect Canada more than the market had previously expected. Since 11 September, however, the differential has widened again, as investor preference for U.S. government securities in times of global uncertainty has led to lower yields on longer-term U.S. Treasury bonds compared with the yields on the longer-term bonds of other countries.

Exchange rate

Since the *May Report*, the Canadian dollar has fluctuated between US\$0.6324 and US\$0.6636 (Chart 12). In the spring and early summer, support for the Canadian dollar came in part from market expectations that the economic slowdown would be relatively less pronounced in Canada than in the United States. More recently, the weaker state of the world economy and the resulting reduction in commodity prices, the deceleration in Canadian economic activity, and the global economic uncertainty caused by the terrorist attacks have contributed to weakness in the Canadian dollar.

In response to the events of 11 September, the U.S. dollar initially weakened against major world currencies, continuing the depreciating trend that had begun in June. However, as markets

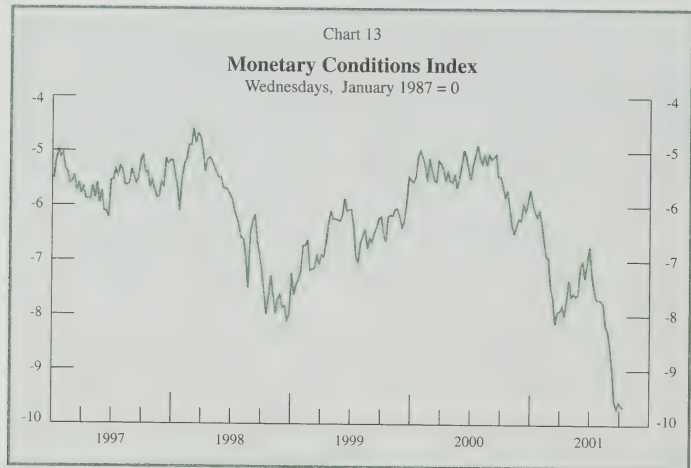


re-evaluated the relative cyclical positions of the world's major economies, the U.S. dollar subsequently recovered beyond its pre-attack level.

Monetary conditions

Monetary conditions have eased considerably.

Monetary conditions have eased considerably since the May Report—the combined result of interest rate declines and depreciation of the exchange rate. The index reached -9.91 on 22 October, down from -8.0 in the last Report (Chart 13).



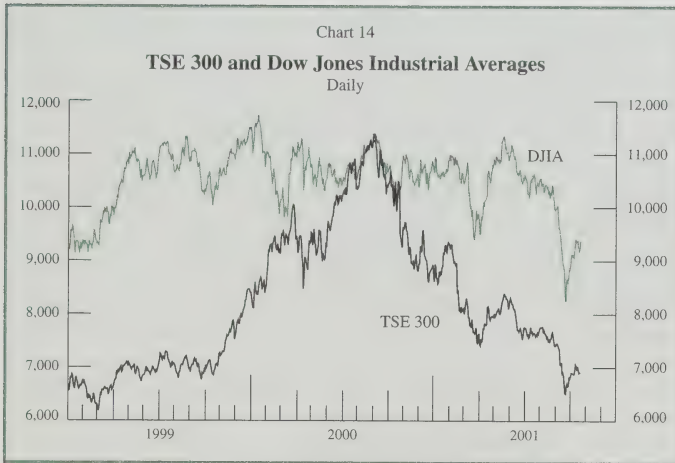
Other financial developments

Since the May Report, credit conditions have tightened for businesses because of the deterioration in the economic outlook and the increase in uncertainty, particularly after the 11 September attacks. In the bond market, this tightening has been reflected in the increase in spreads between the interest rates on corporate debt and those on government debt. Moreover, whereas earlier in the year, only a few sectors, such as telecommunications and automotive manufacturing, had been affected, more industries are now feeling the effects of the tighter credit conditions.

In spite of tighter credit conditions, the growth of business credit has picked up since the May Report.

In spite of this tightening, the growth of business credit has picked up since the May Report because of the increased demand for funds. This increase is related to the desire of firms to hold additional liquidity in the context of heightened economic uncertainty. Household credit continues to show solid growth.

Between late May and early September, the Toronto Stock Exchange (TSE) experienced a sizable decline, falling by over 12 per cent (Chart 14). This slide mirrored the downturn of the Dow Jones Industrial Average (DJIA), which fell about 15 per cent over the same period. These drops reflected the deterioration of the profit outlook as the global economic slowdown became more evident. Both of these stock markets fell more than 10 per cent in the 10 days following 11 September but subsequently recovered by a substantial amount.



4. THE OUTLOOK FOR INFLATION

Uncertainty in the current environment

Current economic projections are subject to an unusually high degree of uncertainty.

Beyond their immediate tragic consequences, the terrorist attacks in the United States have introduced a great deal of uncertainty into the world economy. Prior to the attacks, the slowdown in global economic growth had already become quite pronounced, as other industrialized and emerging-market economies increasingly began to show more clearly the effects of weaker growth in the United States and the global contraction in the telecommunications and information technology sectors. While the terrorist actions have accentuated the slowing in global activity in the very near term, it is very difficult to assess how long-lasting the negative effects will be.

This uncertainty is critical to the assessment of the economic outlook. The performance of the global economy will depend importantly on geopolitical developments and on the effects that the attacks have on confidence. Economic forecasts in this environment are subject to a much higher degree of uncertainty than usual. Rather than presenting a conventional forecast in these circumstances, we will present the Bank's working assumptions and the economic scenario that they generate. These assumptions will be updated as new information becomes available.

The Bank's two working assumptions are

- *no further major escalation of terrorism*
- *consumer and business confidence recover to normal levels in the second half of 2002.*

The Bank's first working assumption is that there will be no further major escalation of terrorism. Against this background, consumer and business confidence can reasonably be expected to recover, although the timing and pace of this recovery are highly uncertain. The Bank's second working assumption is that the lingering sense of insecurity will continue to weigh on consumer and business confidence in North America through the first half of next year, but that confidence will then stabilize and recover to normal levels in the second half of 2002.

International background

In the United States, economic growth had come to a standstill during the first half of 2001. Although some slowing to a more sustainable pace had been desirable, the slowdown was deeper and more prolonged than initially expected. To an important extent, this deceleration reflected the sharp turnaround in the growth of investment spending (which had been a key element in the U.S. expansion). Investment in the technology sector was hit particularly hard. Industrial production also fell as firms strove to

bring stock levels into line with demand. At the same time, consumer spending and housing expenditures continued to advance, albeit at a slower pace.

Deteriorating conditions in the U.S. labour market during the summer, together with other indicators, suggested that the pickup in growth in the second half of the year would be more gradual than earlier expected. Against an already weak outlook for the second half of 2001, the near-term disruptions created by the terrorist attacks have led the Bank to expect U.S. economic growth to be negative in both the third and fourth quarters. With growth in the first half of 2001 averaging only 1.2 per cent, this implies growth on an annual average basis for 2001 of only about 1 per cent (about 0 per cent for the four quarters to 2001Q4)—close to the consensus forecast.

When we look ahead to 2002, there are several factors, including significant declines in interest rates, that should help to underpin growth. The U.S. Federal Reserve moved quickly to reduce official interest rates in the aftermath of the terrorist attacks. In addition, the stimulative fiscal measures introduced earlier this year, as well as increased government expenditures and proposed tax reductions following the attacks, will boost personal incomes and demand in the United States. And, prior to 11 September, the inventory correction had progressed considerably and was nearing completion in some areas, such as the automotive sector. With the assumption that confidence recovers to normal levels in the second half of 2002, the significant amount of monetary and fiscal stimulus that has been provided over the past year is expected to support a relatively strong rebound in economic activity. Hence, following weak growth in the first half of 2002, growth in the second half is projected to move up above the growth rate of potential output (of about 3 per cent, Technical Box 3). On an annual average basis, this scenario implies a growth rate in 2002 of just about 1 per cent, which is also close to the consensus forecast. This weak annual growth rate is heavily influenced by the expected contraction in economic activity in the second half of 2001. Indeed, on a fourth-quarter-over-fourth-quarter basis, growth in 2002 would be much stronger, at 2.7 per cent.³

The terrorist attacks in the United States have exacerbated an already weak outlook for 2001.

As uncertainty dissipates next year, the significant amount of monetary and fiscal stimulus should support a relatively strong rebound in activity.

3. Given the high degree of uncertainty and its unique nature, we have departed from our usual practice of presenting a likely range of outcomes. Instead, the economic scenario is presented as a point outcome. One can think of this forecast outcome as the midpoint of a range of 1 percentage point if the working assumptions hold true. But the full range of uncertainty is wider, since it must encompass uncertainty about the working assumptions themselves.

Technical Box 3

The Outlook for Business Investment and Potential Output in the United States

Investment expenditures played a key role in the recent evolution of the U.S. economy. Most analysts expected the current U.S. slowdown to be fairly short-lived, with economic activity recovering quickly as inventory imbalances were corrected, aided by lower interest rates and the decline in energy prices. By August, however, it was clear that the U.S. slowdown was more acute than expected and that the weakness in investment had been significantly underestimated. It appears that expectations regarding returns on investment, especially in the area of information and communication technologies (ICTs), had escalated beyond sustainable levels. The reversal in this situation and the related decline in equity prices contributed to a sharp retrenchment in investment spending. This classic investment cycle has been a much stronger force than was initially recognized.

The earlier rapid pace of growth in investment spending had important implications for the growth of productivity and potential output in the United States. There is growing evidence that the investment boom during the second half of the 1990s, which centred on new technologies, led to an increase in productivity growth and to a resulting rise in the rate of growth in potential output. This has important implications for policy-makers, who must consider potential output and the uncertainty that surrounds it when determining the appropriate stance of policy.

Assessing the future trend rate of growth in productivity and potential output is, however, very difficult, not only because of the sharp cycle in investment, but also because of recent revisions to the U.S. National Accounts. These revisions lowered estimates of the pace of investment spending and the growth rate of productivity in recent years. Nevertheless, growth in U.S. labour productivity over the second half of the 1990s was close to 2.5 per cent, substantially higher than the average growth over the two previous decades (of close to 1.5 per cent).

More recently, measured growth in labour productivity has fallen to around 1.5 per cent on a year-over-year basis (to the second quarter). This mainly reflects the cyclical slowdown in economic activity. Long-term prospects for an elevated rate of increase in productivity and in economic activity remain favourable, because the strong underlying rate of progress in ICTs should support solid increases in investment spending over time. Based on the available information, the Bank believes that a trend annual increase in productivity of about 2 per cent is likely over the medium term. This is lower than in recent years but above average growth over the 1973-95 period. Potential output is expected to increase by close to an average annual rate of 3 per cent in coming years.

The physical destruction and the disruption created by the attacks on 11 September undoubtedly had a short-term negative impact on productivity and potential output. This adverse effect may be more persistent if the current higher levels of uncertainty lead to a slower recovery in investment, but the impact on longer-term growth trends is likely to be very small.

Weaker growth in the United States relative to earlier expectations, together with heightened levels of uncertainty in global markets, will also adversely affect other industrialized economies. In that context, all major central banks have lowered interest rates to support demand. In Europe, the spillover effects from the U.S. slowdown in investment spending, along with the effects of weaker domestic demand, were already being increasingly felt prior to the attacks in September. The technology sectors were experiencing a particularly severe adjustment. In Japan, economic problems have continued unabated since the *May Report*, largely because efforts to revive the economy are constrained by underlying structural difficulties, including ongoing problems in the financial sector. In view of recent developments, growth in the major European economies in 2001 is expected to slow to around 1.5 per cent on an average annual basis, while economic activity in Japan is expected to decline by about 0.5 per cent. Growth prospects have also deteriorated further in the economies of emerging-market countries, although contagion from the financial difficulties in Argentina and Turkey has remained relatively limited.

In line with the global economic slowdown, the U.S.-dollar price of non-energy commodities is projected to decline somewhat further over the next few months. Thereafter, non-energy commodity prices are expected to recover gradually.

Crude oil prices are likely to be volatile but, on balance, they are expected to remain below US\$25 per barrel in coming months. Natural gas prices, having fallen considerably since early 2001, are likely to recover somewhat through the winter heating season. These assumptions for crude oil and natural gas prices are consistent with current expectations in futures markets.

Aggregate demand and supply in Canada

In Canada, economic growth in the second half of 2001 is expected to be close to zero or slightly negative. Canadian exports likely declined still further in the second half of 2001, primarily as a result of the expected reduction in U.S. aggregate economic activity. The growth of household expenditures in the second half of 2001 will no doubt be held back by recent and prospective job losses, the substantial reduction in equity prices, and the increased uncertainty resulting from the terrorist attacks. In the current highly uncertain world economic and political climate, Canadian businesses are also expected to remain cautious. Capital spending is likely to be substantially cut in those industries where a significant amount of excess capacity has emerged or where the medium-term outlook for demand has been revised down as a

Growth in the major European economies is expected to slow . . .

. . . and economic activity in Japan is likely to decline.

Canadian economic growth will likely be close to zero or slightly negative for the second half of 2001.

result of the terrorist attacks. Further growth in energy investment over this period will also likely be tempered by the impact on cash flow of the recent sharp reduction in natural gas prices.

Since growth is expected to be close to zero or slightly negative in the second half of 2001, annual average growth for 2001 would be about 1.5 per cent. This is down from the range of 2 to 3 per cent projected in both the May 2001 *Report* and the August *Update*. The average private sector forecast is for growth in Canada's real GDP of 1.4 per cent for 2001 (Consensus Economics 2001). At the time of the May *Report*, the consensus outlook called for growth of 2.4 per cent in 2001.

The performance of the Canadian economy in 2002 will depend critically on the global environment in general and on the timing and strength of the U.S. recovery in particular. The Bank's working assumption is that household and business confidence in the United States and Canada will recover to normal levels in the second half of next year in the absence of further major geopolitical shocks. In this scenario, a second-half U.S. recovery will increase demand for Canadian exports. As confidence rebuilds, the considerable amount of monetary stimulus in place, together with recently announced increases in government spending and previously announced tax cuts, is expected to support strong growth in domestic spending. Rebounds in domestic and foreign demand should support a recovery in business investment with a lag. The Bank's survey of businesses carried out in September suggested, however, that investment spending would likely edge down over the next year, reflecting the high level of uncertainty regarding the outlook for sales. In this scenario, growth is expected to remain relatively weak in the first half of 2002—about 2 per cent at an annual rate—before rising to about 4 per cent in the second half of 2002 (above the estimated growth rate of potential output of about 3 per cent). On an annual average basis, this implies growth for 2002 of about 1.5 per cent. This is comparable to the average private sector forecast of 1.7 per cent growth for 2002, down from 3.3 per cent at the time of the May *Report*.

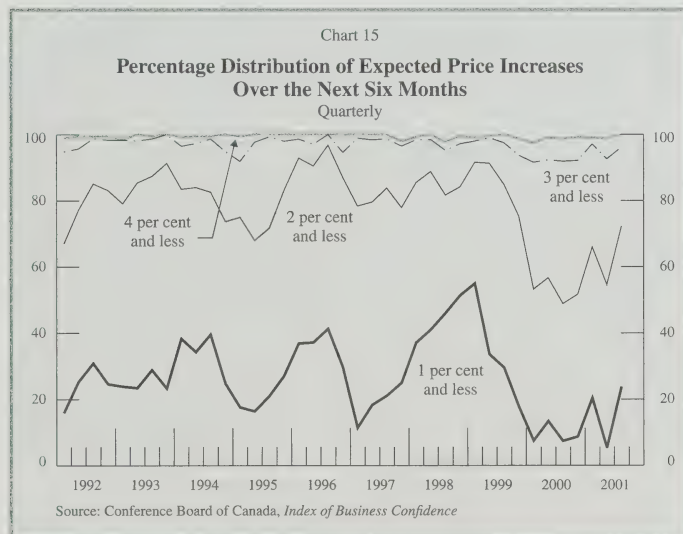
Canada's economic performance in 2002 depends critically on the timing and strength of the U.S. recovery.

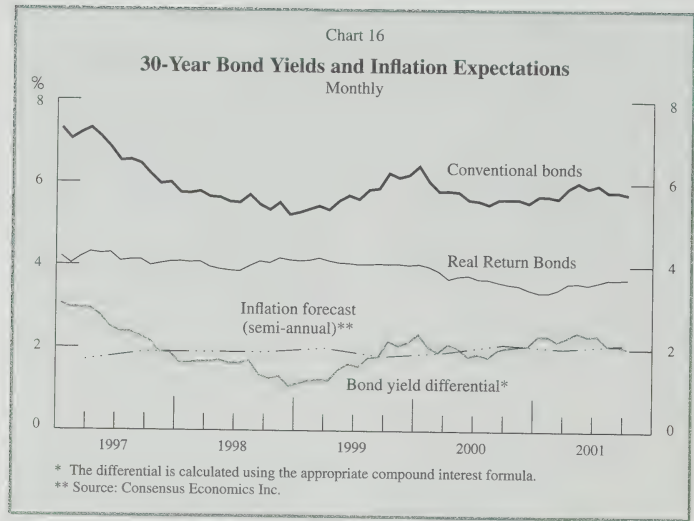
The Bank's current working assumptions imply economic growth picking up to above that of potential in the second half of 2002.

Measures of inflation expectations

In the regular survey reported in the Conference Board of Canada's autumn *Index of Business Confidence*, 72 per cent of respondents expected prices, in general, to rise over the next 6 months at a rate of 2 per cent or less, and 96 per cent expected a rate of 3 per cent or less (Chart 15). The latest survey of firms conducted by the Bank's regional offices also confirms that inflation expectations are firmly anchored inside the Bank's inflation-control target range. The average private sector forecast for the rate of increase in the total CPI is 2.0 per cent in 2002 (slightly lower than last spring). As well, the differential between 30-year conventional and Real Return bonds is close to 2 per cent (Chart 16). Typical forecasts of longer-term inflation are 2.0 to 2.1 per cent, depending on the time horizon.

Longer-term inflation expectations remain very close to the midpoint of the inflation-control target range.





Other factors affecting inflation

The effect of past large increases in energy costs on the non-energy components of the CPI should remain small.

The pass-through of increased energy costs to the non-energy components of the CPI is likely to continue, although this effect is expected to be modest and to be spread over several years.

Assumptions about the prices of crude oil and natural gas will, however, continue to significantly affect the near-term outlook for consumer energy prices and therefore for the total CPI. If crude oil prices remain below their early-September price of US\$27 per barrel for the remainder of this year, gasoline and fuel oil prices will likely remain below year-earlier levels. In addition, the 12-month rate of increase in natural gas prices at the consumer level is expected to ease further over the next 6 months.

The increase in costs arising from the depreciation of the Canadian dollar since the beginning of 2000 may continue to put some upward pressure on inflation over the next year and a half. Earlier episodes of large changes in the exchange rate during the 1990s, characterized by low exchange rate pass-through to the CPI in Canada and in many other industrial countries, suggest that these effects should be limited.

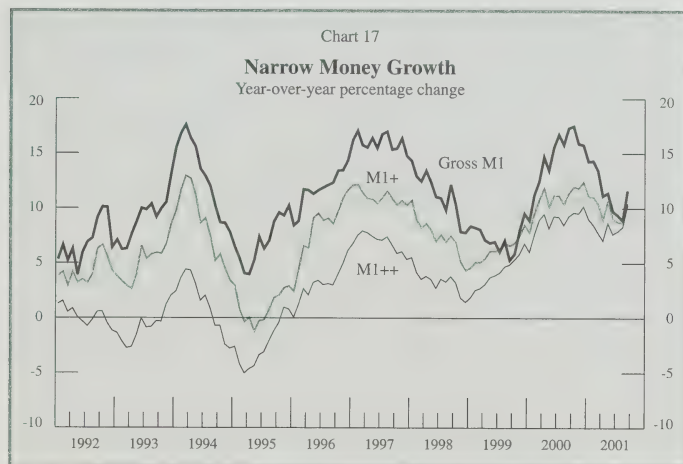
With the recent easing in labour market pressures, wage gains are expected to slow through 2002. Indeed, the Bank's latest survey of businesses shows that significantly fewer firms are expecting wage increases to rise than was the case at the end of 2000.

With stronger productivity gains anticipated after the start of the economic recovery, increases in overall unit labour costs should be moderate.

Projections from the monetary aggregates

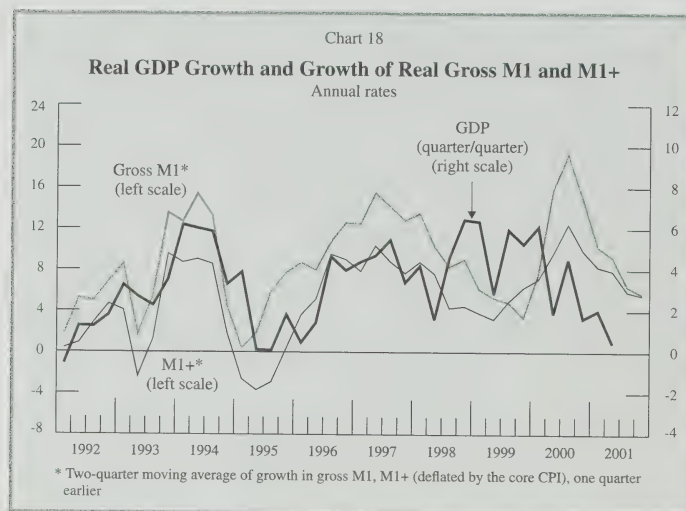
While remaining relatively high, the rates of growth of the three narrow money aggregates, M1, M1+, and M1++, have slowed significantly from the beginning of the year (Chart 17). Much of the decline, particularly in the case of gross M1, was due to the decreasing importance of special factors such as an earlier jump in the deposits of financial institutions held at banks, which had boosted the growth of the narrow aggregates relative to that of underlying transactions balances.

The rates of growth of the three narrow money aggregates have slowed significantly from the beginning of the year, but remain relatively strong.



Part of the reason why growth in the narrow aggregates remained relatively strong over the period has been increased demand for money for precautionary purposes. In the face of heightened stock market uncertainty and concerns over future income, firms and individuals may be choosing to hold a higher level of liquid deposits for precautionary purposes. Tighter credit conditions in some sectors may also increase the desire for higher levels of liquidity. To the extent that these balances are used to purchase financial assets rather than goods and services once uncertainty is reduced, they are not an indication of immediate inflationary pressures.

In September, growth in narrow money increased sharply largely because of temporary factors associated with the terrorist attacks, which induced a large number of businesses and households to increase their liquidity and delay reinvestment of funds.

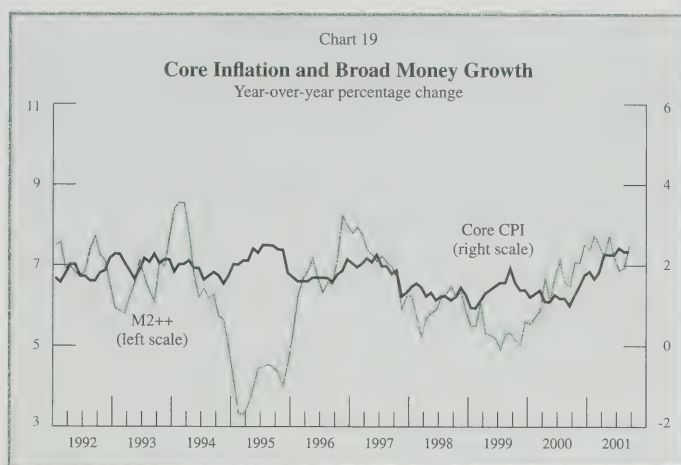


The Bank's model based on narrow money predicts that core inflation will fall to about 2 per cent over the next 6 months.

The forecast for real GDP growth in 2002, based on narrow money growth, is between 2 and 2.5 per cent (Chart 18). And the Bank's model based on narrow money predicts that core inflation will fall to near the midpoint of the inflation-control target range over the next 6 months.

Growth in M2++ has also slowed since the beginning of the year, in line with falling contributions to mutual funds. The growth rate of M2++ increased in September, due primarily to a sharp rise in narrow money and increased interest in money-market mutual funds. Historical data for M2++ have been revised, owing to the adoption of a more reliable data source for contributions to mutual funds.⁴ The new data result in a more moderate rate of growth in 2001 and early 2002 than was previously estimated. M2++ is currently growing at a rate that is broadly consistent with inflation of around 2 per cent (Chart 19).

4. Mutual funds data are now provided by the Investment Funds Institute of Canada.



Inflation projection

The Canadian economy is judged to have moved into excess supply in the third quarter of 2001. In the scenario based on the Bank's working assumption, real output growth is not projected to exceed potential growth until the second half of 2002. Therefore, excess supply continues to build through to mid-2002, putting downward pressure on core inflation over this period. This influence is expected to be tempered by longer-term inflation expectations that remain close to 2 per cent and by current and projected increases in unit labour costs that are also in this range.

Under the working assumptions, the Bank would expect core inflation to move below 2 per cent in early 2002 and to fall to about 1 1/2 per cent in the second half of the year. The degree of economic slack is expected to start shrinking in the second half of 2002 and to disappear through 2003. Thus, by the end of 2003, core inflation should move back close to the 2 per cent midpoint of the target range.

If world energy prices remain at or below their early-September levels, the rate of increase in the total CPI is projected to fall to close to 2 per cent by the end of this year and to move below the midpoint of the target range in 2002. Under this assumption for energy prices, total CPI inflation would be below core inflation in 2002. Total CPI inflation is also expected to move back up towards the 2 per cent midpoint in late 2003.

Excess supply in the economy continues to build through to mid-2002.

Both core and total inflation are expected to move below 2 per cent in 2002.

By the end of 2003, both core and total inflation should move back close to the 2 per cent midpoint of the target range.

5. CONCLUSIONS

During this past summer, evidence had begun to accumulate that the economic slowdown in North America would be deeper and last longer than had previously been expected. In particular, the effects from the ongoing global retrenchment in the information and telecommunications sectors had become a much stronger force than was initially recognized.

The events of 11 September and their fallout around the world have added a further major element of weakness and uncertainty to the near-term prospects for the global economy and for Canada. How quickly levels of activity recover and economic growth resumes will depend crucially on geopolitical developments and on how soon consumer and business confidence in the United States and Canada return to normal.

One can construct a scenario where confidence is restored quickly and, given the amount of monetary and fiscal stimulus that has been provided, robust growth resumes early in 2002. On the other hand, consumer and business confidence in North America could stay weak for quite some time, in which case growth would remain sluggish through most of 2002.

In coming to its decision to further reduce the target for the overnight interest rate on 23 October, the Bank operated on the basis of the working assumptions presented in this *Report*. These assumptions are that there will be no further major escalation of terrorism and that confidence will recover to normal levels in the second half of 2002.

Based on this analysis, the Bank now expects downward pressure on inflation to persist through much of next year, with core inflation falling to about 1 1/2 per cent in the second half of 2002. The 75-basis-point cut in the Bank's key policy rate on 23 October, which, together with previous declines, has brought the target overnight rate down to 2.75 per cent, aims to support economic growth and keep inflation close to our 2 per cent target over the medium term.

While subject to an unusually wide band of uncertainty, the outlook presented in this *Report* will guide the Bank's judgment about the appropriate course for monetary policy as more information on the economy becomes available.

BIBLIOGRAPHY

- Bank of Canada. 1991. "Targets for Reducing Inflation: Announcements and Background Material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.
- _____. 1991. "Targets for Reducing Inflation: Further Operational and Measurement Considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.
- _____. 2001. "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (17 May 2001) and Background Information. Reprinted in *Bank of Canada Review* (Summer): 57–67.
- Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71–001–PPB (monthly). Ottawa: Public Works and Government Services Canada.
- Conference Board of Canada. 2001. *Index of Business Confidence* (Autumn).
- _____. 2001. *Index of Consumer Attitudes* (Autumn).
- Consensus Economics Inc. 2001. *Consensus Forecasts*.
- Crawford, A. 2001. "Predictability of Average Inflation over Long Time Horizons." *Bank of Canada Review* (Autumn): 13–20.
- Macklem, T. 2001. "A New Measure of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3–12.

In 2002, the Bank of Canada's *Monetary Policy Report* will be published in April and October. Regular *Updates* will be published in January and July. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
 Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

BIBLIOGRAPHIE

- Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.
- _____. (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.
- _____. (2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la réduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.
- Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.
- Conference Board du Canada (2001). *Indice de confiance des entreprises* (automne).
- _____. (2001). *Indice des attitudes des consommateurs* (automne).
- Consensus Economics Inc. (2001). *Consensus Forecasts*.
- Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.
- Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

En 2002, le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada sera publié en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraîtront en janvier et en juillet. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

5. CONCLUSIONS

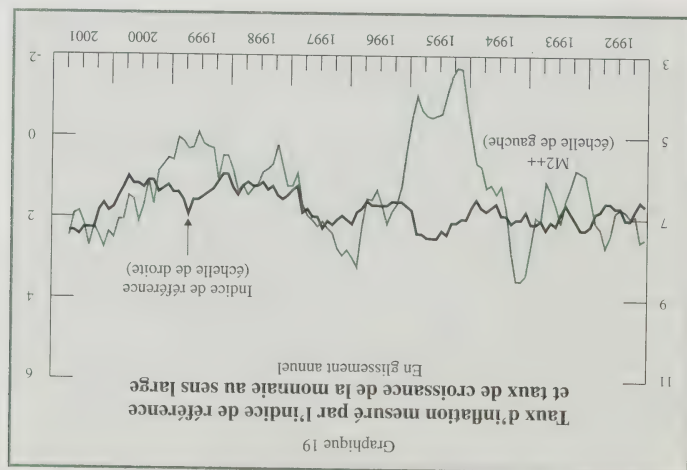
Au cours de l'été, les signes indiquant que le ralentissement économique en Amérique du Nord serait plus prononcé et durerait plus longtemps qu'on ne l'avait d'abord prévu ont commencé à s'accumuler. En particulier, les effets du repli en cours à l'échelle mondiale dans les secteurs de l'information et des télécommunications ont joué un rôle beaucoup plus important que celui qu'on leur avait reconnu au départ. Les événements du 11 septembre et leurs retombées un peu partout dans le monde ont nettement accentué la faiblesse et l'incertitude qui caractérisent les perspectives de croissance à court terme de l'économie mondiale et de l'économie canadienne. La rapidité avec laquelle les niveaux d'activité se redresseront et la croissance économique redémarrera dépend essentiellement de l'évolution de la situation géopolitique et du moment où la confiance des ménages et des entreprises aux États-Unis et au Canada reviendra à la normale.

On peut imaginer un scénario dans lequel la confiance se rétablira rapidement et où, compte tenu des mesures budgétaires et monétaires fortement expansionnistes qui ont été mises en place, une reprise robuste de la croissance s'amorcera dès les premiers mois de 2002. Par contre, la confiance des ménages et des entreprises en Amérique du Nord pourrait rester fragile encore longtemps, auquel cas la croissance risque de demeurer anémique durant la majeure partie de l'année.

La décision qu'a prise la Banque le 23 octobre d'abaisser de nouveau le taux cible du financement à un jour repose sur les hypothèses de travail avancées dans le présent rapport, c'est-à-dire qu'il n'y aura pas de nouvelle escalade importante du terrorisme et que la confiance se rétablira pour revenir à des niveaux normaux dans la seconde moitié de 2002.

En s'appuyant sur cette analyse, la Banque prévoit maintenant que des pressions à la baisse sur l'inflation persisteront durant une bonne partie de l'année prochaine et que le taux d'inflation mesuré par l'indice de référence descendra à 1 1/2 % environ au cours du second semestre de 2002. La diminution de 75 points de base du taux directeur de la Banque — le taux cible du financement à un jour — qui a été annoncée le 23 octobre visait à soutenir la croissance économique et à maintenir l'inflation près de notre cible de 2 % à moyen terme; conjuguée aux réductions antérieures, cette baisse a fait tomber le taux directeur à 2,75 %.

Bien qu'elle soit entourée d'une marge d'incertitude exceptionnelle, l'évaluation des perspectives exposée dans le présent rapport guidera la Banque, à mesure que de nouvelles données sur l'économie deviendront disponibles, dans les décisions qu'elle prendra concernant l'orientation à imprimer à la politique monétaire.

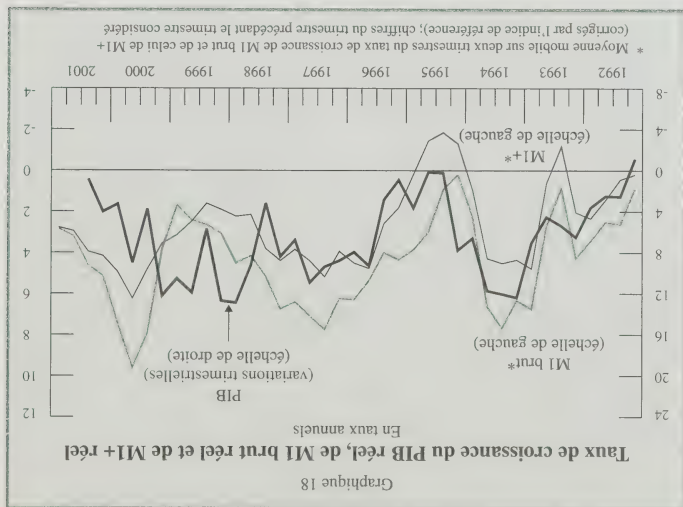


à long terme et par les hausses observées et anticipées des coûts unitaires de main-d'œuvre, qui sont de même ampleur.

Selon ce scénario, la Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence glisse sous les 2 % au début de 2002 et tombe à quelque 1 1/2 % au second semestre de l'année. Elle prévoit que les capacités inutilisées dans l'économie commenceront à se résorber durant cette période puis disparaîtront en 2003. Par conséquent, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait remonter près du point médian de 2 % avant la fin de 2003.

Si les cours mondiaux de l'énergie restent près ou en deçà des niveaux affichés début septembre, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait tomber aux alentours de 2 % d'ici la fin de cette année et descendre sous le point médian de la fourchette cible en 2002. Toujours selon cette hypothèse au sujet des prix de l'énergie, la hausse de l'IPC global sera plus faible que celle de l'indice de référence en 2002. On prévoit enfin que le taux d'augmentation de l'IPC global remontera également près du point médian de 2 % vers la fin de 2003.

Les taux d'augmentation de l'indice de référence et de l'IPC global devraient glisser sous les 2 %, point médian de la fourchette cible, en 2002...
... et remonter à près de 2 % avant la fin de 2003.



par suite principalement de la vive progression de la monnaie au sens étroit et d'un intérêt renouvelé pour les fonds communs de placement du marché monétaire. Les données rétrospectives se rapportant à M2++ ont été révisées en raison de l'adoption d'une source plus fiable relativement aux montants versés dans ces fonds⁴. Les nouveaux chiffres révèlent une expansion plus modérée en 2001 et au début de 2002 qu'on ne l'avait d'abord estimé. L'agrégat M2++ croît actuellement à un rythme généralement compatible avec un taux d'inflation se situant aux alentours de 2 % (Graphique 19).

Les prévisions relatives à l'inflation

Nous estimons que l'économie canadienne était en situation d'offre excédentaire au troisième trimestre de 2001. Selon le scénario découlant des hypothèses de travail de la Banque, la croissance de la production réelle ne devrait pas excéder celle de la production potentielle avant la deuxième moitié de 2002. Par conséquent, l'offre excédentaire devrait continuer de s'accroître jusqu'au milieu de 2002, exerçant ainsi des pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Cette influence devrait être modérée par le maintien à près de 2 % du taux d'inflation attendu

L'offre excédentaire continuera de s'accroître jusqu'au milieu de 2002.

4. Les chiffres sur les fonds communs de placement désormais de l'Institut des fonds d'investissement du Canada.

communs de placement. Cependant, elle s'est accélérée en septembre, l'année du fait de la baisse des montants nets confiés aux fonds

La croissance de M2++ a également ralenti depuis le début de

trise de l'inflation au cours des six prochains mois. L'indice de référence de l'inflation mesurée par la fourchette cible de mai- Le modèle de la Banque fondé sur la monnaie au sens étroit

croissance du PIB réel en 2002 se situera entre 2 et 2,5 % (Graphique 18). Si l'on en juge par l'expansion de la monnaie au sens étroit, la

tes et à retarder le réinvestissement de leurs fonds. bon nombre d'entreprises et de ménages à accroître leurs liquidi-

poraires liés aux attentats terroristes, ces derniers ayant incité un

accélérée de façon marquée, largement en raison de facteurs tem-

En septembre, l'expansion de la monnaie au sens étroit s'est

sions inflationnistes dans l'immédiat. pée, leur augmentation n'annonce pas une intensification des pres-

L'achat de biens et de services lorsque l'incertitude se sera diss- encaisses serviront à l'acquisition d'avoirs financiers plutôt qu'à

souhaiter disposer de plus de liquidités. Dans la mesure où ces

taines secteurs pourrait aussi avoir amené les agents économiques à

dépôts à vue. Un resserrement des conditions du crédit dans cer- pu choisir, par mesure de prudence, de détenir davantage de

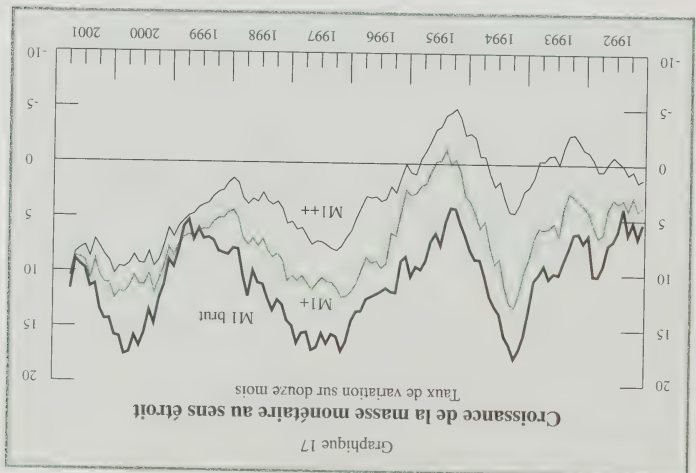
niveau futur de leurs revenus, les entreprises et les particuliers ont

L'incertitude accrue sur les marchés boursiers et préoccupés par le

mentation de la demande d'encaisses de précaution. Confrontés à

connu une progression relativement vigoureuse depuis est l'aug-

L'une des raisons pour lesquelles la monnaie au sens étroit a



Selon le modèle de la Banque fondé sur la monnaie au sens étroit, l'inflation mesurée par l'indice de référence descendra aux alentours de 2 % au cours des six prochains mois.

Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

Les effets du renchérissement de l'énergie sur les composantes hors énergie de l'IPC risquent de persister mais devraient en revanche être modestes et s'étaler sur quelques années.

Par contre, les perspectives d'évolution à court terme des prix à la consommation de l'énergie et, partant, de l'IPC global sont encore largement influencées par les hypothèses relatives aux prix du pétrole brut et du gaz naturel. Si les cours du pétrole brut restent, d'ici la fin de l'année, sous le niveau qu'ils affichaient début septembre — soit 27 \$ E.-U. le baril —, les prix de l'essence et du mazout demeureront probablement inférieurs à ce qu'ils étaient un an auparavant. En outre, on s'attend à ce que le taux d'accroissement sur douze mois des prix à la consommation du gaz naturel se modère durant les six prochains mois.

L'augmentation des coûts provoquée par la dépréciation du dollar canadien depuis le début de 2000 pourrait continuer à exercer certaines pressions à la hausse sur l'inflation durant les 18 mois à venir. On se rappellera cependant qu'au cours des années 1990, les fluctuations marquées des taux de change n'ont eu que peu d'incidence sur l'IPC, au Canada comme dans bien d'autres pays industriels, ce qui incite à croire que les effets de cette dépréciation seront restreints.

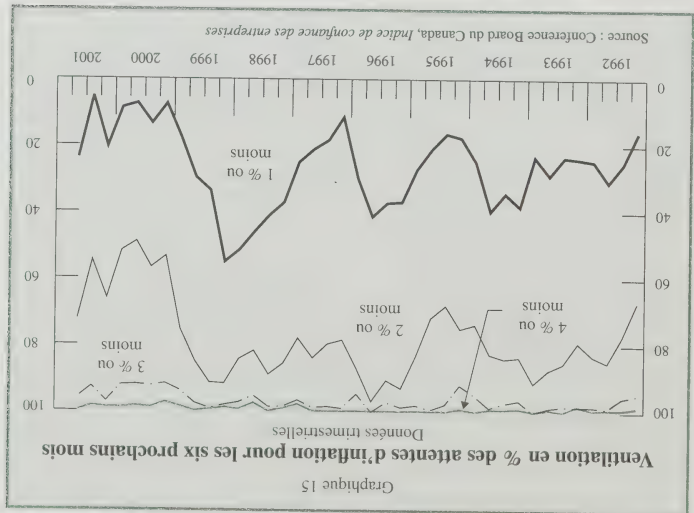
Les pressions sur le marché du travail s'étant atténuées récemment, on prévoit que les gains salariaux ralentiront tout au long de 2002. De fait, les résultats de la plus récente enquête menée par la Banque auprès des entreprises montrent que ces dernières sont beaucoup moins nombreuses qu'à la fin de 2000 à croire que les hausses salariales vont être plus élevées. Comme on s'attend à des gains de productivité plus robustes une fois la reprise économique amorcée, la progression de l'ensemble des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait être modérée.

Les projections basées sur l'évolution des agrégats monétaires

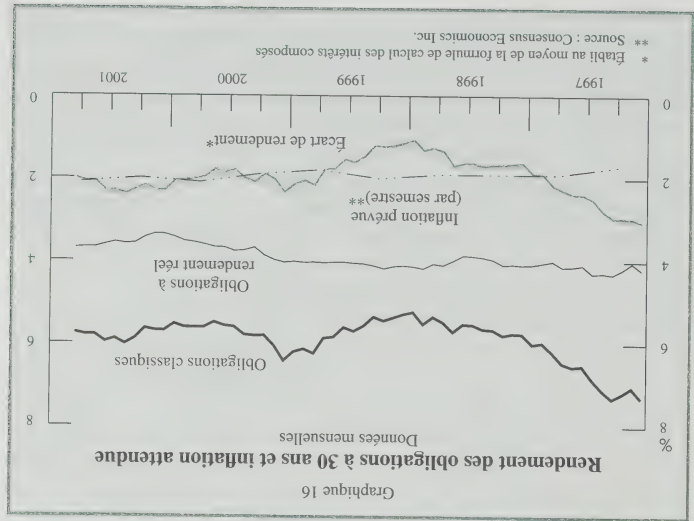
Même si elle demeure relativement vive, la progression des trois agrégats monétaires au sens étroit, M1, M1+ et M1++, a nettement ralenti depuis le début de l'année (Graphique 17). Une bonne part de cette décélération, particulièrement dans le cas de M1 brut, est attribuable à l'importation antérieure de dépôts des institutions financières dans les banques, qui avait eu pour effet de gonfler la croissance des agrégats au sens étroit par rapport à celle des encaisses de transaction.

L'incidence des fortes
majorations passées des
coûts de l'énergie sur
les composantes hors
énergie de l'IPC devrait
diminuer sensiblement.

Les rythmes d'expansion
des trois agrégats monétaires au sens étroit se
sont nettement ralentis
depuis le début de
l'année, mais ils restent
relativement élevés.



ailleurs, l'écart entre le rendement des obligations classiques à 30 ans et celui des obligations à rendement réel avoisine les 2 % (Graphique 16). Les taux d'inflation prévus à plus long terme varient généralement entre 2,0 et 2,1 %, selon l'horizon considéré.



La tenue de l'économie canadienne en 2002 dépendra essentiellement de l'ampleur de la reprise aux États-Unis

La tenue de l'économie canadienne en 2002 dépendra essentiellement du climat mondial, en général, et du moment et de l'ampleur de la reprise aux États-Unis, en particulier. La Banque prend comme hypothèse de travail que la confiance des ménages et des entreprises aux États-Unis et au Canada retournera à des niveaux normaux au second semestre de 2002, en l'absence de nouveaux chocs géopolitiques importants. Selon ce scénario, une reprise de l'activité chez nos voisins du sud durant la deuxième moitié de 2002 accroîtra les exportations de produits canadiens. Au fur et à mesure que la confiance se rétablira, les mesures monétaires fortement expansionnistes en place, conjuguées aux augmentations des dépenses publiques annoncées récemment et aux réductions d'impôts déjà décrétées, devraient favoriser une vive progression de la dépense au pays. Un regain de la demande intérieure et étrangère devrait alimenter un redressement des investissements des entreprises après quelque temps. Les résultats de l'enquête que la Banque a menée en septembre auprès des entreprises laissent toutefois supposer que les dépenses d'investissements vont probablement s'inscrire en baisse au cours de la prochaine année, étant donné la grande incertitude entourant l'évolution future des ventes. D'après ce scénario, la croissance devrait demeurer relativement faible au premier semestre de 2002 — aux alentours de 2 % en rythme annuel — puis grimper à environ 4 % dans la deuxième moitié de l'année (soit au-dessus du taux d'augmentation de la production potentielle, estimé à quelque 3 %). Le rythme d'expansion de l'activité en 2002 devrait donc se situer à environ 1,5 % sur l'ensemble de l'année. Ce chiffre est comparable au taux de 1,7 % avancé maintenant en moyenne par les pronosticistes du secteur privé pour l'an prochain, lequel est en nette baisse par rapport aux 3,3 % indiqués dans la livraison de mai du Rapport.

La mesure des attentes relatives à l'inflation

Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises qui ont été publiés à l'automne révèlent que 72 % des répondants s'attendaient à ce que les prix s'accroissent en général au cours des six mois suivants à un rythme de 2 % ou moins, et 96 % à un rythme de 3 % ou moins (Graphique 15). La plus récente enquête effectuée auprès des entreprises par nos bureaux régionaux confirme que les attentes en matière d'inflation sont solidement ancrées à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'IPC global attendu en moyenne par les pronosticistes du secteur privé est de 2,0 % pour 2002 (en légère diminution par rapport au niveau annoncé au printemps dernier). Par

Le taux d'inflation attendu à long terme demeure très près du point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

Selon les hypothèses de travail actuelles de la Banque, la croissance de l'économie s'accroîtra et dépassera celle de la production potentielle au deuxième semestre de 2002.

Les cours du pétrole brut risquent d'être instables mais, tout compte fait, on s'attend à ce qu'ils demeurent en deçà de 25 \$ E.-U. le baril dans les mois à venir. Les prix du gaz naturel, qui ont chuté considérablement depuis le début de 2001, vont probablement se raffermir quelque peu durant l'hiver. Ces hypothèses au sujet des cours du pétrole brut et du gaz naturel cadrent avec les attentes actuelles sur les marchés de contrats à terme.

La demande et l'offre globales au Canada

Au Canada, on s'attend à ce que l'expansion économique soit à peu près nulle ou légèrement négative au second semestre de 2001. Les exportations canadiennes se sont probablement repliées encore davantage durant cette période, principalement à cause du fléchissement attendu de l'activité économique aux États-Unis. La croissance des dépenses des ménages au second semestre sera sans doute freinée par les pertes d'emplois récentes et projetées, la réduction substantielle des prix des actions et l'incertitude accrue engendrée par les attentats terroristes. Vu le climat économique et politique mondial très incertain qui règne actuellement, on pense que les entreprises canadiennes demeureront prudentes. Les dépenses d'investissements risquent d'être réduites considérablement dans les secteurs où une marge appréciable de capacités inutilisées est apparue ou dans lesquels les perspectives d'évolution à moyen terme de la demande ont été révisées à la baisse par suite des événements du 11 septembre. Il est probable que la progression des investissements dans le secteur énergétique au cours du semestre soit aussi ralentie par l'incidence, sur la trésorerie des entreprises, de la réduction marquée des prix du gaz naturel observée dernièrement.

Comme on prévoit que le rythme d'expansion de l'économie sera proche de zéro, ou même légèrement en deçà, au second semestre de 2001, la croissance moyenne pour l'année devrait se situer aux environs de 1,5 %. Ce chiffre est inférieur à la plage de 2 à 3 % avancée dans le *Rapport* de mai 2001 et la *Mise à jour* du mois d'août. Par ailleurs, selon les plus récentes prévisions du secteur privé, le taux d'accroissement du PIB réel au Canada s'établira à 1,4 % en 2001 (Consensus Economics, 2001). Lors de la parution du *Rapport* de mai, les prévisionnistes tablaient sur une croissance de 2,4 % pour l'année.

Note technique 3

Perspectives en matière d'investissements privés
et de production potentielle aux États-Unis

Les dépenses d'investissement ont eu une influence déterminante dans l'évolution récente de l'économie américaine. La plupart des analystes s'attendaient à ce que le ralentissement actuel soit d'assez courte durée et qu'à la faveur de baisses des taux d'intérêt et des cours de l'énergie, l'activité reprenne rapidement une fois les déséquilibres des stocks corrigés. En août, toutefois, il était clair que la décélération de l'économie américaine était plus marquée que prévu et que la faiblesse des investissements avait été nettement sous-estimée. Les attentes des investisseurs en matière de rendement avaient apparemment atteint des niveaux insoutenables, en particulier dans le domaine des technologies de l'information et de la communication. Le renversement de cette situation et la chute parallèle du cours des actions ont contribué à une compression brutale des dépenses d'investissement. Ce cycle classique des investissements a joué un rôle beaucoup plus important que celui qu'on lui avait d'abord reconnu.

Auparavant, l'expansion rapide des dépenses d'investissement avait eu de fortes répercussions sur la progression de la productivité et de la production potentielle aux États-Unis. Il est de plus en plus manifeste que le boom de l'investissement de la deuxième moitié des années 1990, concentré dans les nouvelles technologies, a favorisé la croissance de la productivité et donc celle de la production potentielle. Ce phénomène a d'importantes implications pour les autorités, qui doivent tenir compte de la production potentielle et de l'incertitude qui l'entoure au moment de déterminer l'orientation appropriée de la politique monétaire.

Le taux tendanciel de croissance de la productivité et de la production potentielle est cependant très difficile à prévoir, du fait non seulement du caractère accusé du cycle des investissements, mais aussi des révisions apportées récemment aux comptes nationaux des États-Unis. Celles-ci ont entraîné une correction à la baisse des estimations relatives au rythme des dépenses d'investissement et à la progression de la productivité des dernières années. Néanmoins, le taux d'accroissement de la productivité du travail aux États-Unis s'est établi à près de 2,5 % durant la seconde moitié des années 1990, un niveau nettement supérieur à la hausse moyenne enregistrée au cours des deux décennies précédentes (près de 1,5 %).

Plus récemment, la croissance mesurée de la productivité du travail a chuté à environ 1,5 % sur douze mois (données du deuxième trimestre), principalement sous l'effet du ralentissement cyclique de l'activité. Les perspectives d'une hausse du taux de croissance de la productivité à long terme demeurent cependant de fondamentallement vigoureux de la communication devrait favoriser une solide remontée des dépenses d'investissement au fil du temps. D'après les données dont elle dispose, la Banque estime que l'augmentation tendancielle de la productivité à moyen terme se situera aux alentours de 2 % par année. Bien qu'inférieur à celui des dernières années, ce niveau dépasse le taux d'accroissement moyen observé durant la période de 1973 à 1995. On s'attend à ce que la production potentielle progresse à un rythme annuel moyen de près de 3 % au cours des prochaines années.

Les dommages matériels et les perturbations causés par les attentats du 11 septembre ont eu manifestement des effets négatifs à court terme sur la productivité et la production potentielle. Ces effets pourraient persister si la grande incertitude qui règne actuellement devait freiner la reprise des investissements, mais les répercussions sur la croissance tendancielle à long terme seront probablement minimes.

de 2002, la croissance devrait dépasser le taux d'augmentation de la production potentielle (estimé à quelque 3 %, Note technique 3) dans la deuxième moitié de l'année. Selon ce scénario, le rythme d'expansion en 2002 serait donc d'environ 1 % sur l'ensemble de l'année, ce qui est également proche de la moyenne des projections. La faiblesse du taux projeté tient en grande partie à la contraction attendue de l'activité économique au second semestre de 2001. De fait, mesurée en glissement annuel au quatrième trimestre, l'expansion devrait être beaucoup plus ferme en 2002, atteignant 2,7 %³.

La croissance plus anémique que prévu aux États-Unis et les niveaux accrus d'incertitude sur les marchés mondiaux auront aussi un impact négatif sur les autres économies industrialisées. C'est pourquoi les grandes banques centrales ont toutes abaissé

leurs taux d'intérêt afin de soutenir la demande. En Europe, les répercussions du ralentissement des dépenses d'investissement aux États-Unis ainsi que les effets du recul de la demande intérieure étaient de plus en plus manifestes avant même les attentats de septembre. Les industries technologiques faisaient l'objet d'une correction particulièrement importante. Au Japon, les problèmes économiques ne se sont pas atténués depuis la parution du *Rapport de mai*, en grande partie parce que les efforts visant à relancer l'activité sont entravés par des lacunes structurelles fondamentales, y compris les difficultés persistantes du secteur financier. À la lumière des événements récents, on prévoit que la croissance des grandes économies européennes décollera en 2001, pour s'établir aux alentours de 1,5 % sur l'ensemble de l'année, et que l'activité économique au Japon se contractera d'environ 0,5 %. Les perspectives de croissance se sont aussi encore détériorées dans les économies de marché émergentes, bien que les difficultés financières que connaissent l'Argentine et la Turquie ne se soient propagées que de façon assez limitée.

Compte tenu du ralentissement de l'économie mondiale, les prix en dollars E.-U. des produits de base non énergétiques devraient diminuer encore légèrement au cours des prochains mois puis se redresser graduellement.

3. Étant donné la grande incertitude qui règne actuellement et son caractère unique, nous avons rompu avec notre habitude qui consiste à exposer une plage de résultats probables. Le scénario économique est plutôt présenté sous forme de résultat ponctuel. On peut assimiler le résultat projeté au point médian d'une fourchette dont les limites se situent à un point de pourcentage de part et d'autre de ce point médian, si les hypothèses de travail se matérialisent. Cependant, la marge d'incertitude est en réalité plus étendue, puisqu'elle doit inclure l'incertitude qui entoure les hypothèses de travail elles-mêmes.

*L'expansion économique devrait s'accroître dans les grands pays européens...
... et, au Japon, il est probable que l'activité se contractera.*

La conjoncture internationale

Aux États-Unis, la croissance de l'économie est tombée au point mort durant le premier semestre de 2001. S'il était souhaitable que l'activité décélère quelque peu pour s'établir à un rythme plus soutenable, le tassement observé a été plus profond et plus prolongé qu'on ne l'avait d'abord prévu. Cela est attribuable, dans une large mesure, au renversement marqué de la progression des dépenses d'investissement (qui avaient été l'un des moteurs de l'expansion économique américaine). Les investissements dans le secteur de la technologie ont été particulièrement touchés. La production industrielle a également chuté, les entreprises s'efforçant d'adapter les niveaux de leurs stocks à la demande. Parallèlement, les dépenses de consommation et les dépenses en logement ont continué d'augmenter, mais à un rythme plus lent.

La détérioration des conditions sur le marché du travail aux États-Unis durant l'été, conjuguée à la faiblesse d'autres indicateurs, donnait à penser que la reprise de la croissance au second semestre de l'année serait plus graduelle qu'on ne l'avait d'abord pensé. Compte tenu des perspectives déjà peu encourageantes pour le deuxième semestre de 2001, les perturbations temporaires engendrées par les attentats terroristes font que la Banque s'attend maintenant à ce que la croissance de l'activité aux États-Unis soit négative aux troisième et quatrième trimestres. Le taux d'expansion n'ayant atteint que 1,2 % en moyenne dans la première moitié de 2001, le taux de croissance annuel moyen s'établirait donc dans ce cas à environ 1 % seulement pour l'ensemble de l'année (à peu près 0 % pour les quatre trimestres de 2001), ce qui avoisine la moyenne des prévisions.

Pour ce qui est de 2002, plusieurs facteurs, dont les baisses substantielles des taux d'intérêt, devraient contribuer à ranimer la croissance. La Réserve fédérale américaine est intervenue rapidement pour réduire les taux d'intérêt officiels à la suite des attaques terroristes. Les mesures de relance budgétaires adoptées cet été ainsi que l'accroissement des dépenses publiques et les réductions d'impôts proposées au lendemain des attentats viendront également soutenir les revenus personnels et la demande aux États-Unis. En outre, au 11 septembre, la correction des stocks était déjà très avancée et tirait à sa fin dans certains secteurs, notamment l'industrie automobile. En supposant que la confiance se rétablisse à des niveaux normaux au deuxième semestre de 2002, on s'attend à ce que les mesures budgétaires et monétaires fortement favorisent les dépenses mises en place au cours de la dernière année économique. Par conséquent, après une faible remontée au premier semestre

Les attentats terroristes aux États-Unis ont assombré des perspectives déjà peu encourageantes pour 2001.

À mesure que l'incertitude se dissipera l'an prochain, les mesures monétaires et budgétaires fortement expansionnistes qui ont été mises en place devraient favoriser une reprise relativement robuste de la croissance.

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

L'incertitude qui caractérise le climat actuel

Au-delà de leurs conséquences tragiques immédiates, les attentats terroristes perpétrés aux États-Unis ont fait naître une grande incertitude sur la scène économique mondiale. Avant ces événements, le ralentissement de l'expansion économique mondiale était déjà assez marqué, les effets de l'essoufflement de la croissance aux États-Unis et de la contraction à l'échelle internationale des secteurs des télécommunications et des technologies de l'information étant devenus plus manifestes dans les autres pays industrialisés et les économies de marché émergentes. Il est vrai que les actes terroristes ont accentué le tassement de l'activité mondiale à très court terme, mais il est fort difficile d'estimer combien de temps ces effets négatifs vont se faire sentir.

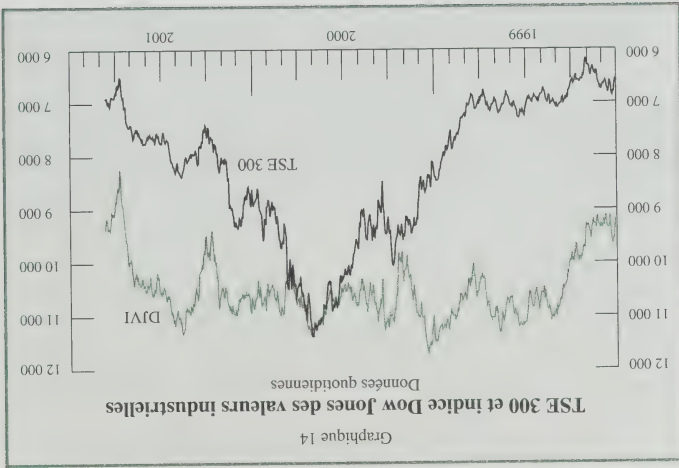
Cette incertitude est déterminante dans l'évaluation des perspectives économiques. La tenue de l'économie mondiale dépendra en grande partie de l'évolution de la situation géopolitique et des répercussions des attentats sur la confiance. Les projections économiques formulées dans pareilles circonstances sont entachées d'une incertitude beaucoup plus prononcée que d'ordinaire. Par conséquent, au lieu d'exposer ici nos prévisions habituelles, nous présenterons les hypothèses de travail utilisées actuellement par la Banque et le scénario économique qui en découle. Ces hypothèses seront mises à jour à mesure que nous disposerons de nouvelles données.

La première hypothèse sur laquelle se fonde la Banque est qu'il n'y aura pas de nouvelle escalade importante du terrorisme. Il semble raisonnable, dans ces conditions, de s'attendre à une reprise de la confiance des ménages et des entreprises, quoique le moment où celle-ci s'amorcera et le rythme auquel elle s'effectuera soient très difficiles à déterminer. La Banque suppose, comme deuxième hypothèse, que le sentiment d'insécurité actuel continuera de peser sur la confiance des consommateurs et des entreprises en Amérique du Nord durant le premier semestre de 2002, mais que le climat se stabilisera ensuite et que la confiance retournera à des niveaux normaux au second semestre.

Les hypothèses de travail utilisées par la Banque sont les suivantes :
 – il n'y aura aucune nouvelle escalade importante du terrorisme;
 – la confiance des ménages et des entreprises retournera à des niveaux normaux au second semestre de 2002.

Malgré le resserrement des conditions du crédit, la croissance des crédits aux entreprises s'est accélérée depuis mai dernier, et ce, en raison d'une augmentation de la demande de financement. Cette hausse tient au désir qu'ont les entreprises de devenir davantage de liquidités face à l'incertitude accrue sur le plan économique. Les crédits aux ménages continuent d'afficher une solide progression.

Entre la fin de mai et le début de septembre, l'indice de la Bourse de Toronto, le TSE, a accusé une forte baisse, perdant plus de 12 % (Graphique 14). Ce recul reflète celui enregistré par l'indice Dow Jones des valeurs industrielles, qui a chuté d'environ 15 % au cours de la même période. Le repli des cours boursiers témoignait de la dégradation des perspectives en matière de profits à mesure que le ralentissement de l'économie mondiale devenait plus manifeste. Ces deux marchés boursiers ont chuté de plus de 10 % durant les dix jours qui ont suivi les événements du 11 septembre, mais ils ont par la suite regagné une bonne partie du terrain perdu.



Les conditions monétaires

À la suite des événements du 11 septembre, le dollar américain s'est tout d'abord déprécié par rapport aux autres grandes monnaies, poursuivant ainsi une tendance à la baisse amorcée en juin. Cependant, à mesure que les marchés réévaluaient la position conjoncturelle relative des principales économies du monde, le billet vert s'est ressaisi et a dépassé son niveau d'avant les attentats.

Les conditions monétaires se sont considérablement assouplies depuis la parution du *Rapport* de mai, par suite à la fois des baisses des taux d'intérêt et de la dépréciation du dollar canadien. L'indice des conditions monétaires s'établissait à -9,91 le 22 octobre, contre -8,0 en mai (Graphique 13).



Les autres aspects de l'évolution financière

Les entreprises font face, depuis la dernière livraison du *Rapport*, à un resserrement des conditions du crédit engendré par la détérioration des perspectives économiques et l'accroissement de l'incertitude, en particulier dans la foulée des attentats du 11 septembre. Cette contraction s'est traduite, sur le marché obligataire, par une hausse des écarts de rendement entre les titres de dette de sociétés et les titres d'État. Et alors que seuls quelques secteurs, comme les télécommunications et la construction automobile, étaient touchés par le resserrement des conditions du crédit plus tôt cette année, d'autres industries en ressentent maintenant les effets.

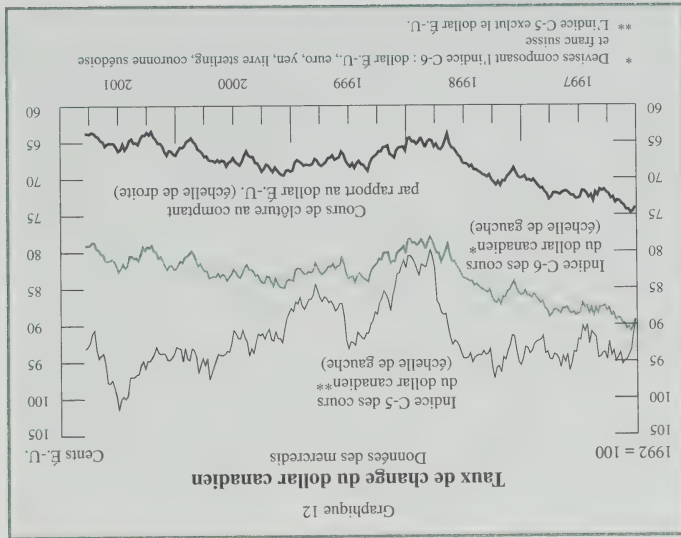
Les conditions monétaires se sont considérablement assouplies.

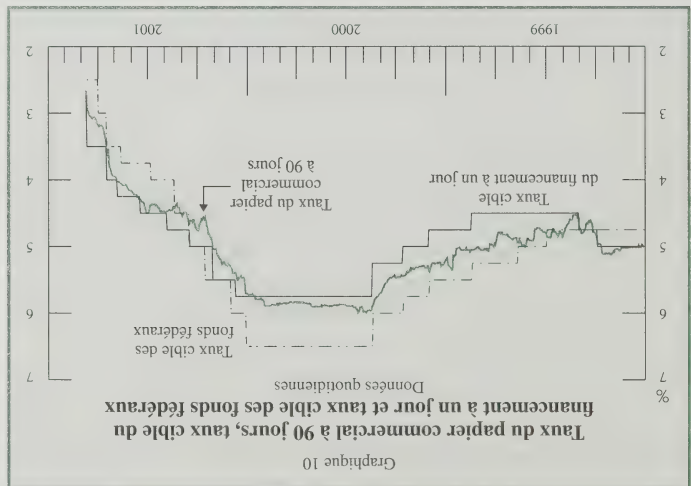
entraîne une réduction de la prime d'inflation incorporée aux taux d'intérêt à long terme, les rendements des obligations à long terme ayant baissé tant au Canada qu'aux États-Unis.

Devant le nombre croissant de signes indiquant que le ralentissement économique serait plus marqué au Canada que le marché ne l'avait prévu, l'écart positif de rendement entre les obligations des gouvernements canadien et américain s'est rétréci tout au long de l'été. Depuis le 11 septembre, cependant, cet écart s'est de nouveau agrandi; la préférence qu'affichent les investisseurs pour les titres d'État américains en période d'incertitude à l'échelle mondiale a en effet rendu les rendements des obligations à long terme émises par le Trésor des États-Unis inférieurs à ceux des obligations à long terme d'autres pays.

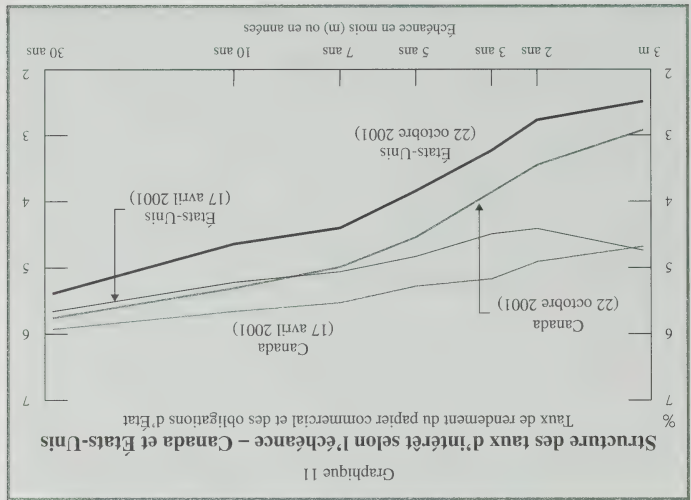
Le taux de change

Depuis la publication du *Rapport* de mai, le cours du dollar canadien a fluctué entre 0,6324 et 0,6636 dollar E.-U. (Graphique 12). Les attentes d'un tassement de l'activité relative-ment moins prononcé au Canada qu'aux États-Unis ont aidé à soutenir notre dollar au printemps et au début de l'été. Plus récemment, l'essoufflement de l'économie mondiale, le fléchissement consécutif des prix des produits de base, la décélération de l'activité au pays et l'incertitude économique provoquée sur la scène internationale par les attentats terroristes ont contribué au repli du dollar canadien.





L'assombrissement des perspectives économiques observé depuis le milieu de l'été a contribué à un glissement vers le bas la pente de la courbe des rendements au Canada et chez notre voisin du sud (Graphique 11). Estimant que la reprise de l'économie nord-américaine allait être retardée, les agents économiques se sont mis à anticiper un nouvel assomplissement de la politique monétaire, ce qui s'est reflété dans les taux d'intérêt à court terme. Cette attente peut aussi avoir



Depuis le milieu de l'été, la pente de la courbe des rendements au Canada s'est accentuée et a glissé vers le bas.

Note technique 2

Mesures prises au Canada pour faire face à de possibles perturbations du système financier

Les banques centrales du monde entier sont intervenues rapidement afin de soutenir le système financier à la suite des attentats du 11 septembre. Elles ont d'abord aidé à garder opérationnels les systèmes de compensation et de règlement en offrant aux institutions financières un accès continu à des liquidités suffisantes pour répondre à leurs besoins de financement à court terme. Dans les heures qui ont suivi les attentats, les grands systèmes canadiens de compensation et de règlement ont continué de bien fonctionner, et les délais de traitement sont restés normaux, tant au sein du Système de transfert de paiements de grande valeur (STPCV) que du Service de compensation des titres d'emprunt de La Caisse canadienne de dépôt de valeurs. Immédiatement après les attentats, les institutions financières canadiennes s'étaient mises à douter de la capacité de certaines entités d'honorer tous leurs engagements. De peur que les entrées de fonds attendues ne se matérialisent pas, les participants aux systèmes de compensation et de règlement ont hésité à envoyer leurs paiements, et le volume des soldes de règlement qu'ils souhaiétaient détenir a augmenté de façon générale. Aussi les flux de paiement dans le STPCV se sont-ils ralentis peu après les attentats, à tel point qu'on craignait que ce dernier ne s'immobilise complètement.

La Banque du Canada a réagi promptement le 11 septembre, en indiquant qu'elle allait injecter des liquidités dans le système de façon à porter le niveau des soldes de règlement excédentaires dans le STPCV à un milliard de dollars (contre 50 millions en temps normal). Les institutions financières ont ainsi obtenu l'assurance que, même si elles ne recevaient pas les paiements attendus, elles auraient accès aux fonds dont elles avaient besoin. La Banque a de plus fait savoir qu'elle était disposée à conclure des prises en pension spéciales avec les négociants principaux au taux des fonds à un jour. Ces liquidités supplémentaires ont été maintenues à la hauteur de 950 millions jusqu'au 17 septembre, puis leur niveau a été abaissé graduellement, de sorte qu'au 4 octobre, les soldes excédentaires de règlement dans le STPCV étaient revenus à 50 millions. Il importe de noter que ces injections de liquidités visaient à répondre à une augmentation temporaire de la demande de soldes de règlement et qu'en agissant ainsi, la Banque évitait une hausse inopportune du taux à un jour.

Parallèlement, dans les jours qui ont suivi les attentats, les participants directs au Système automatisé de compensation et de règlement (SACR), qui traite surtout les paiements sur support papier (les chèques), se sont vus offrir une occasion additionnelle, chaque jour, d'effectuer des transactions et d'atténuer par le fait même les déséquilibres au chapitre de leurs paiements. Cette mesure, levée le 18 septembre, leur a permis de réduire tout besoin inhabituel en matière de liquidités ou de titres pouvant servir de garantie, aux fins du règlement de leurs obligations dans le SACR. Les attentats du 11 septembre ayant touché le cœur du système financier américain, les activités de règlement des paiements et des opérations sur titres ont été perturbées de façon temporaire sur les marchés américains. Ainsi, une grande banque chargée de compenser et de régler des opérations sur titres pour le compte d'autres banques a connu des ratés dans le traitement des transactions. On a donc craint que des banques, y compris des institutions canadiennes, se trouvent empêchées de donner des titres de leur portefeuille en garantie des prêts dont elles avaient besoin. On a craint aussi que les banques ne puissent obtenir sur le marché les fonds nécessaires au financement de prêts en dollars E.-U. Afin d'être en mesure de fournir aux banques canadiennes d'avantage de liquidités en dollars E.-U. à court terme, la Banque s'est alors entendue avec la Réserve fédérale des États-Unis pour que le montant (2 milliards de dollars E.-U.) de son accord de swap avec elle soit majoré à 10 milliards durant 30 jours. Cet accord temporaire est arrivé à échéance le 14 octobre, et aucun tirage sur celui-ci n'a été nécessaire.

3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Les mesures de politique monétaire

Depuis le début de l'année, la Banque du Canada a abaissé le taux cible du financement à un jour de 300 points de base (Graphique 10). Elle a notamment procédé, depuis la parution du *Rapport* de mai, à cinq réductions (le 29 mai, le 17 juillet, le 28 août, le 17 septembre et le 23 octobre) totalisant 200 points de base. Les deux premières, de 25 points de base chacune, ont été opérées dans le contexte d'un ralentissement graduel de la croissance économique au Canada imputable à un tassement de l'activité aux États-Unis. Lorsqu'on s'est rendu compte, par la suite, que la faiblesse de la demande intérieure et extérieure risquait sans doute d'être plus prononcée et plus prolongée que prévu, en particulier après les attentats terroristes survenus le 11 septembre, le rythme des baisses de taux d'intérêt s'est accéléré. Les trois dernières réductions — de 25, 50 et 75 points de base, respectivement — ont fait descendre le taux cible du financement à un jour à 2,75 %. Ces interventions avaient pour but de soutenir la demande et de raffermir la confiance des ménages et des entreprises, compte tenu de la détérioration des perspectives économiques et de l'amélioration des pronostics concernant l'évolution future de l'inflation.

Toutes ces modifications du taux du financement à un jour ont été apportées aux dates préétablies, sauf celle annoncée le 17 septembre. Cette mesure exceptionnelle, qui n'était pas prévue au calendrier, a été prise au lendemain des attentats terroristes perpétrés aux États-Unis et, à l'instar des interventions similaires effectuées dans d'autres pays, visait à renforcer la confiance des ménages et des entreprises, ébranlée par ces attentats. La Banque du Canada a également injecté des liquidités supplémentaires dans le système bancaire juste après les événements du 11 septembre afin d'assurer le comportement ordonné des marchés financiers (Note technique 2).

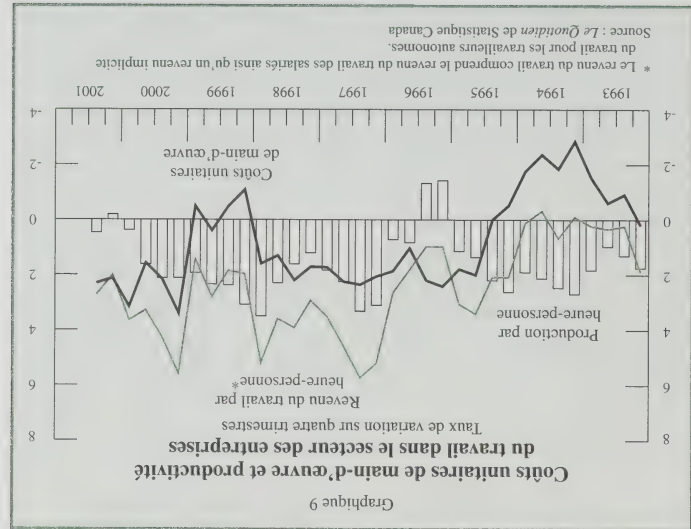
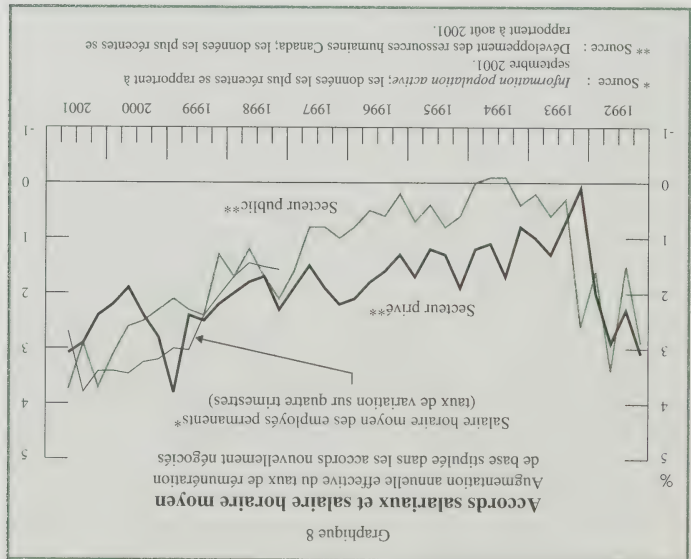
Aux États-Unis, la Réserve fédérale a abaissé le taux cible des fonds fédéraux de 400 points de base depuis le début de l'année. De ce total, 250 points ont été retranchés depuis la rédaction du *Rapport* de mai. Deux réductions récentes de 50 points de base chacune ont notamment été opérées, l'une le 17 septembre, dans le sillage des attentats terroristes, et l'autre le 2 octobre, pour tenir compte des signes persistants de faiblesse affichés par l'économie américaine. Ces interventions ont eu pour effet de faire tomber le taux cible des fonds fédéraux à 2,5 %.

Modifications du taux cible du financement à un jour depuis la parution du *Rapport* de mai :

29 mai — réduction de 25 points de base; taux ramené à 4,5 %
17 juillet — réduction de 25 points de base
28 août — réduction de 25 points de base
17 septembre — réduction de 50 points de base
23 octobre — réduction de 75 points de base; taux ramené à 2,75 %

La hausse sur quatre trimestres du revenu du travail dans le secteur des entreprises s'est ralentie entre le deuxième trimestre de 2000 et le trimestre correspondant de 2001, tandis que la croissance de la productivité du travail est restée modeste dans la première moitié de 2001, sous l'effet de la décélération de l'activité. Compte tenu de ces taux d'augmentation de la rémunération et de la productivité, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans les entreprises ont progressé, en glissement annuel, de 2,3 % au deuxième trimestre de 2001 (Graphique 9).

La productivité n'ayant enregistré qu'une modeste progression, l'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre se situait juste au-dessus de 2 % au milieu de l'année.



d'occupation des immeubles à vocation industrielle est demeuré très bas au troisième trimestre de 2001, et celui des bureaux, bien qu'en progression, s'est établi à un niveau inférieur à la moyenne. Enfin, on dénombrait également très peu de logements neufs inoccupés. Dans l'ensemble, le ralentissement de l'activité économique observé depuis le dernier trimestre de 2000 s'est traduit par un relâchement significatif des pressions sur la demande. Somme toute, les données dont nous disposons laissent supposer que l'économie était en situation d'offre excédentaire au troisième trimestre.

Révision des données chronologiques portant sur le PIB réel et l'écart de production

Dans la livraison de mai du *Rapport*, on estimait que l'écart de production avoisinait zéro au premier trimestre de 2001. Or, le 31 mai dernier, Statistique Canada a remplacé la mesure du PIB réel dont elle s'était servie jusque-là (laquelle établissait la valeur de la production en fonction des prix de 1992) par des estimations fondées sur la formule de l'indice de volume en chaîne de Fisher, et elle a commencé à traiter tous les achats de logiciels qu'effectuent les entreprises comme des investissements (et non comme des dépenses courantes). Ainsi qu'on l'avait prévu, ces modifications n'ont pas eu, en soi, beaucoup d'effet sur le portrait d'ensemble que traçait la Banque de l'écart de production estimé. En même temps, Statistique Canada a aussi relevé de près de un point de pourcentage ses estimations du taux de croissance annuel moyen du PIB réel (fondées sur la formule de l'indice de volume en chaîne de Fisher) pour la période allant de 1998 à 2000, principalement du fait de l'intégration de nouvelles données de référence. Environ les trois quarts de la réévaluation des chiffres du PIB réel (et de la productivité du travail) ont été considérés comme permanents, ce qui a conduit à la majoration des estimations de la production potentielle. Le quart restant ayant une incidence sur la demande excédentaire, le niveau estimé de celle-ci en 2000 et au premier trimestre de 2001 a donc été révisé à la hausse.

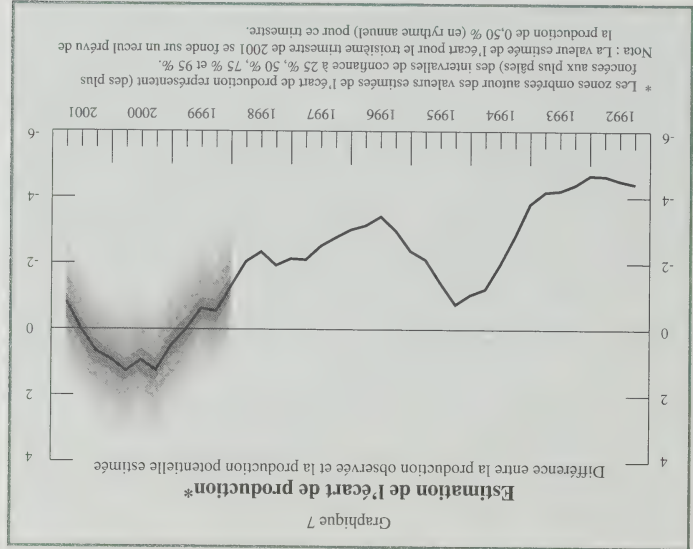
La maîtrise des coûts

Si l'on se fonde sur l'évolution du salaire horaire moyen des employés permanents, le taux d'accroissement sous-jacent de la rémunération moyenne a diminué, passant de quelque 3,5 % au second semestre de 2000 à environ 2,75 % au troisième trimestre de 2001 (Graphique 8).

La hausse du salaire horaire moyen s'est ralentie, pour s'établir à environ 2,75 %.

Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

Plusieurs indicateurs donnent à penser que les pressions s'exerçant sur l'appareil de production se sont considérablement modérées au cours des trois premiers trimestres de 2001. Selon les plus récentes estimations économétriques de l'écart de production et de la mesure de la production potentielle établies par la Banque, l'économie canadienne aurait commencé à tourner en déca de sa capacité au troisième trimestre de 2001 (Graphique 7). Le taux de chômage a légèrement augmenté depuis le milieu de 2000, ce qui semble s'expliquer par l'atonie de la demande de main-d'œuvre, dont témoignent la baisse marquée de l'indice de l'offre d'emploi durant cette période et le recul qu'accuse l'emploi depuis mai dernier. En outre, l'enquête la plus récente que la Banque a menée auprès d'entreprises canadiennes incite à croire que les pressions se faisant sentir sur la capacité de l'économie, de même que les pénuries de main-d'œuvre, ont sensiblement diminué depuis le début de l'année. Cette atténuation des pressions sur les marchés des biens et du travail a été notée partout au pays.



Selon d'autres indicateurs toutefois, les conditions seraient demeurées tendues au cours des trois premiers trimestres de l'année sur certains marchés des biens et du travail. Ainsi, il y avait encore une pénurie de main-d'œuvre qualifiée, particulièrement dans les secteurs de l'énergie et des soins de santé. Le taux

Note technique 1

Effets économiques à court terme des attentats terroristes

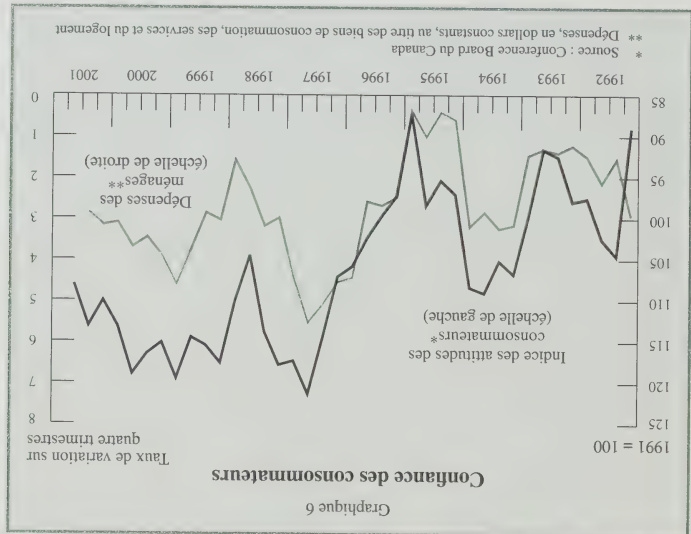
Les actes de terrorisme perpétrés aux États-Unis se sont soldés par d'effroyables pertes de vie et ont causés des dégâts énormes au cœur du centre financier du pays. Si l'étendue des pertes humaines et matérielles ne fait aucun doute, on ne peut en dire autant de l'ampleur des retombées de ces événements sur l'économie. Chose certaine, celles-ci se répartiront bien au-delà des frontières américaines. En raison de la proximité des États-Unis et de l'intégration étroite des deux économies, le Canada est particulièrement vulnérable.

Le jour même des attaques et dans les jours qui ont suivi, de nombreuses activités ont été interrompues ou considérablement perturbées : fermeture des bourses, suspension du trafic aérien, restriction du transport terrestre et annulation de nombreux événements. Le resserrement des contrôles à la frontière a occasionné des retards dans le système de livraison juste à temps des pièces et forcé la fermeture temporaire de certaines usines d'automobiles. Bien qu'elles aient été plus marquées aux États-Unis, ces perturbations se sont fait sentir des deux côtés de la frontière.

Au-delà de ces effets immédiats, on peut s'attendre à ce que les attentats influent sur les dépenses des ménages et des entreprises en Amérique du Nord. Le secteur du transport aérien et le secteur financier ont déjà été durement frappés, et des branches connexes comme le tourisme et l'aéronautique sont également touchées. Les conséquences sur la confiance des consommateurs et des entreprises sont plus difficiles à évaluer. Les premières observations laissent entrevoir une chute marquée de la confiance des consommateurs aux États-Unis, mais une réaction plus modérée des ménages au Canada. Néanmoins, la confiance des entreprises canadiennes s'est considérablement affaiblie. Le ralentissement de l'économie américaine implique également un repli de la demande à l'égard des exportations canadiennes. Les contrechocs de ces divers facteurs sur l'activité économique en Amérique du Nord seront atténués dans une certaine mesure par l'augmentation des dépenses des entreprises et des administrations publiques en matière de sécurité, par le fait que les ménages et les entreprises substitueront sans doute d'autres achats de biens et de services à une partie de leurs dépenses habituelles dans des domaines tels que le transport aérien, et enfin par la reconstruction des infrastructures détruites aux États-Unis. En nous fondant sur tous ces facteurs, nous estimons que le choc survient pour la part ayant retranché de 1,5 à 2,0 points de pourcentage au taux de croissance (annuelle) de la production aux États-Unis au troisième trimestre et environ 1 point à celui du Canada. Sur la foi de cette estimation, le PIB réel américain aurait reculé de 1,0 à 2,0 % au troisième trimestre. Au Canada, le taux de croissance annuelisé devrait se situer dans une fourchette de 0 à -1,0 % pour ce trimestre.

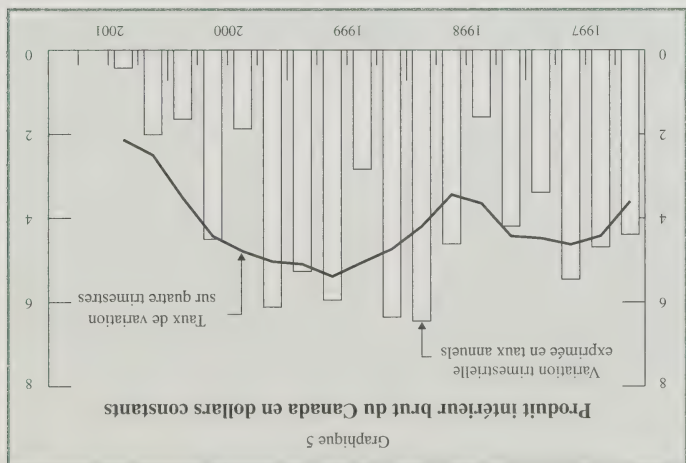
Les retombées négatives des attentats sur l'économie au troisième trimestre seront surtout liées aux perturbations de la production engendrées par ceux-ci en Amérique du Nord. Ces perturbations devraient s'atténuer au quatrième trimestre, mais on s'attend à ce que les effets de la baisse de la confiance sur les dépenses des ménages et les investissements des entreprises s'accroissent. Dans certains secteurs, les branches connexes —, les mises à pied se poursuivront, synonymes de diminution des revenus et d'incertitude économique accrue. Bien qu'elle soit plus difficile à évaluer, l'incidence des attentats sur la croissance au quatrième trimestre sera vraisemblablement au moins aussi importante que les effets directs observés au trimestre précédent, ce qui donne à penser que la croissance du PIB sera à peu près nulle au quatrième trimestre.

Parallèlement, le Canada a vu la progression de sa demande intérieure finale fléchir au cours de la dernière année. Celle des dépenses des ménages a été freinée par le ralentissement de la croissance du revenu réel, les pertes d'emploi récentes et l'érosion de la confiance des consommateurs qui en a découlé (Graphique 6). Qui plus est, les dépenses en biens d'équipement des entreprises canadiennes sont en baisse depuis le dernier trimestre de 2000, en réaction à l'augmentation des capacités de production excédentaires, particulièrement dans le domaine des télécommunications.



Les effets négatifs des actes terroristes ont exacerbé ces tendances défavorables au sein de l'économie canadienne. Selon notre meilleure estimation, les perturbations des activités dans divers secteurs au Canada, notamment ceux du transport et des finances, auraient amputé la croissance du PIB réel du pays d'environ un point de pourcentage au troisième trimestre de 2001 (Note technique 1). L'économie se trouvant déjà fragilisée, cette estimation incite à penser que la progression a sans doute été légèrement négative au troisième trimestre et qu'elle avoisinera probablement zéro au quatrième.

Les effets négatifs des actes terroristes ont exacerbé le ralentissement de l'économie canadienne.



... principalement sous l'effet de la compression des dépenses en biens d'équipement aux États-Unis.

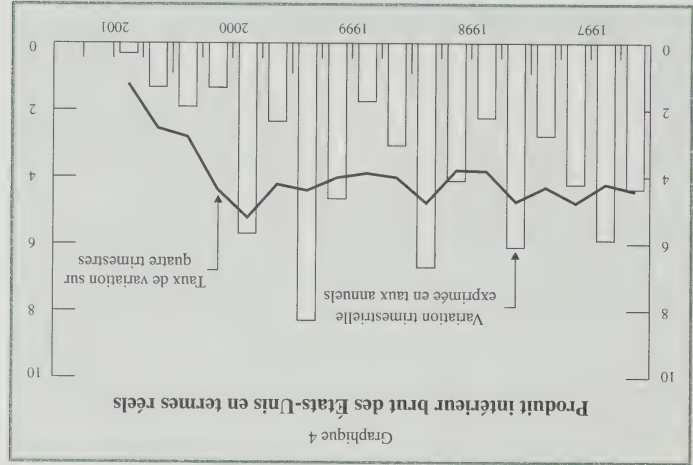
La production d'équipement de télécommunication et d'autre matériel électronique a fortement diminué.

L'économie canadienne a elle aussi progressé moins rapidement que prévu au troisième trimestre de 2001. La diminution d'une ampleur inattendue des dépenses en biens d'équipement aux États-Unis et l'important ralentissement de la croissance économique à l'extérieur de l'Amérique du Nord sont deux facteurs clés qui ont nuí à notre économie. Ainsi, la production et les exportations canadiennes d'équipement de télécommunication, d'ordinateurs et d'autre matériel électronique ont beaucoup reculé par rapport à leurs niveaux très élevés de la fin de 2000. De plus, malgré les réductions de la production, les stocks de ces produits demeuraient encore à un niveau nettement supérieur à la normale en milieu d'année, si bien que de nouvelles diminutions sont à prévoir d'ici la fin de 2001. Notre production et nos exportations de produits automobiles, de pâtes et papiers et de produits chimiques ont également souffert du tassement de l'activité économique aux États-Unis. Les déséquilibres des stocks dans ces deux dernières industries intensifieront les pressions à la baisse sur la production à court terme.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

Le ralentissement enregistré depuis le troisième trimestre de 2000 par le rythme d'expansion de l'économie canadienne, qui s'est établi bien en deçà de celui de la production potentielle, tient dans une large mesure à l'essoufflement marqué de la croissance de la demande aux États-Unis. Ce pays, en effet, a vu son activité économique se tasser brusquement après le milieu de 2000, la progression du PIB réel sur quatre trimestres étant passée de 5,2 % au deuxième trimestre de 2000 à 1,2 % au trimestre correspondant de 2001 (Graphique 4). Au Canada, la croissance du PIB réel sur quatre trimestres se situait à 2,1 % au second trimestre de 2001, comparativement à 4,8 % au même trimestre de 2000 (Graphique 5)². Bien que l'expansion ait été un peu plus vigoureuse au Canada qu'aux États-Unis au cours de cette période, la décelération de la croissance de l'économie américaine a fortement entravé le rythme de progression de notre économie en raison des relations commerciales étroites qu'entretiennent les deux pays.

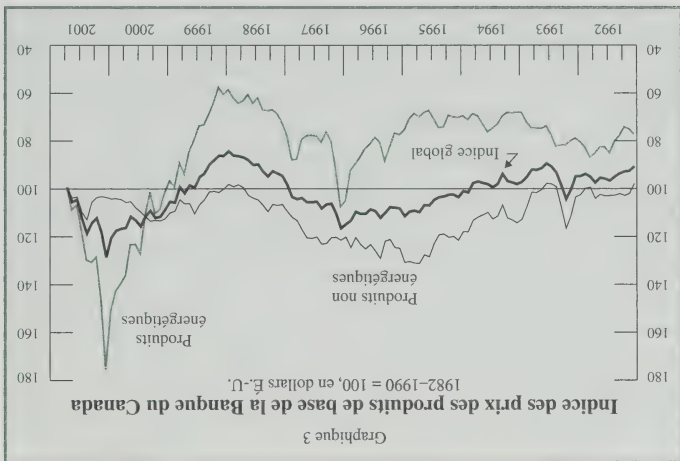


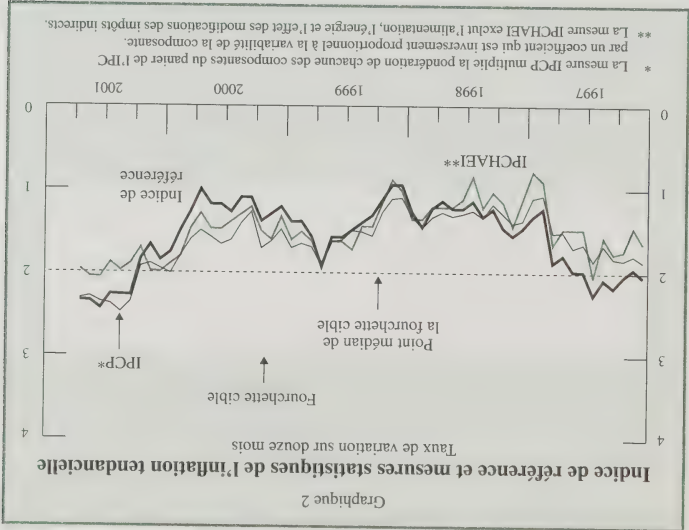
2. La mesure du PIB réel publiée par Statistique Canada est désormais établie à partir d'estimations fondées sur la formule de l'indice de volume en chaîne de Fisher et comporte une nouvelle façon de traiter les achats de logiciels par les entreprises et les administrations publiques (voir la Note technique 3 dans le Rapport de mai). Pour un complément d'information, consulter le site Web de Statistique Canada (www.statcan.ca) et celui de la Banque du Canada (www.banqueducanada.ca). Ces modifications rendent la mesure du PIB canadien comparable à celle du PIB américain. À la lumière de ces changements et d'autres révisions apportées aux données chronologiques, Statistique Canada estime maintenant que le PIB réel a crû à un rythme annuel moyen de 4,4 % en 2000 (au lieu de 4,7 % selon l'estimation précédente, qui établissait la valeur de la production en fonction des prix de 1992).

douze mois des prix à la consommation de ce produit à partir du milieu de l'année.

Bien que les réductions récentes des cours des produits de base énergétiques commencent à favoriser une modération du taux d'augmentation des prix à la consommation de l'énergie et, par conséquent, de celui de l'IPC global, l'effet du renchérissement de l'énergie sur les composantes non énergétiques de l'IPC global — estimé à environ 0,1 % au cours de la dernière année — continue à se faire sentir. Jusqu'à présent, cet effet a surtout été manifeste dans les tarifs aériens, les coûts du transport local et les prix des fruits et légumes. Tant l'inflation mesurée par l'indice de référence que celle mesurée par l'IPC global semblent aussi avoir été touchées jusqu'à un certain point par la hausse du coût des biens et des services importés pendant la dernière année, qui est due notamment à la dépréciation du dollar canadien durant cette période.

Dans l'ensemble, les cours des produits de base non énergétiques ont considérablement fléchi depuis la mi-avril (Graphique 3). La décélération de la croissance économique à l'échelle mondiale, en particulier, a accentué le recul des prix des métaux, de la pâte, du papier journal et du bétail. En ce qui a trait au bois d'œuvre, l'imposition d'un droit compensatoire sur les exportations de bois d'œuvre résineux aux États-Unis s'est traduite par une montée des prix payés par les consommateurs américains, qui a été en grande partie annulée. Pour les exportateurs, les prix ont fléchi, après déduction des droits de douane.





La hausse, à plus de 2 %, du taux d'inflation mesuré par l'indice de référence fait écho à la légère surutilisation des capacités de l'économie qui persistait au début de cette année. Cette hausse s'est également trouvée amplifiée du fait que l'inflation mesurée par l'indice de référence avait été contenue temporairement au début de l'année en raison des rabais plus élevés consentis par les fabricants et les concessionnaires d'automobiles ainsi que du programme de crédit spécial du gouvernement de la Colombie-Britannique à l'intention des consommateurs d'électricité. Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a atteint un sommet de 3,9 % en mai, sous l'impulsion d'un renchérissement du gaz naturel (attribuable au resserrement antérieur de l'offre et à la fin d'un programme d'aide du gouvernement albertain) ainsi que d'une flambée passagère des prix de l'essence. Depuis, ce taux a fortement reculé pour se rapprocher de celui de l'indice de référence, et, en septembre, il se chiffrait à 2,6 %. Ce repli marqué du taux d'augmentation de l'IPC global vers l'inflation mesurée par l'indice de référence tient au fait qu'une partie de la majoration antérieure des cours de l'énergie a été annulée. Pendant cette période, en effet, les prix du mazout et de l'essence ont chuté sous l'effet principalement des baisses des cours du pétrole brut. De plus, l'accumulation des stocks de gaz naturel depuis le début de 2001 a donné lieu à une diminution importante des prix à la production, ce qui a contribué à ralentir l'accroissement sur

... alors que le taux d'augmentation de l'IPC global a fortement reculé.

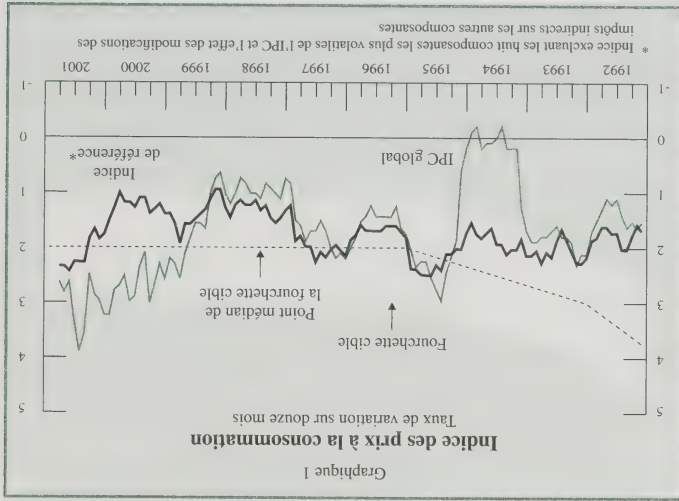
2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation mesurée par l'indice de référence a grimpé depuis février dernier, pour s'établir légèrement au-dessus du point médian de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque. Parallèlement, le taux d'augmentation de l'IPC global a fléchi et s'est rapproché de celui de l'indice de référence, principalement sous l'effet du recul des prix de l'essence.

L'inflation et la fourchette cible

L'inflation mesurée par l'indice de référence a dépassé la barre des 2 % en avril et avoisiné 2,3 % tout au long du printemps et de l'été, soit un niveau un peu plus élevé que ce que l'on prévoyait dans le *Rapport de mai* (Graphique 1)¹. Quant aux autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle, elles ont été égales ou un peu inférieures à l'inflation mesurée par l'indice de référence, ce qui porte à croire que l'inflation tendancielle n'exède probablement pas le taux d'accroissement de l'indice de référence (Graphique 2).

L'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté, pour s'établir légèrement au-dessus du point médian de la fourchette cible...



1. L'indice de référence que la Banque utilise depuis mai 2001 exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les composantes restantes. Ces huit composantes sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires. Les motifs pour lesquels la Banque a adopté cet indice de référence sont exposés dans Banque du Canada (2001) et Macklem (2001).

1. INTRODUCTION

Deux grandes questions dominent l'analyse et la discussion entourant la politique monétaire exposées dans la présente livraison du *Rapport sur la politique monétaire* : la nature et l'ampleur du ralentissement économique mondial qui s'est amorcé vers la fin de 2000 et les conséquences des attentats terroristes survenus aux États-Unis, Conjugués, ces éléments donnent aux perspectives économiques un caractère exceptionnellement incertain.

Tout au long de l'été 2001, il est devenu de plus en plus évident que le ralentissement économique qui avait pris naissance aux États-Unis dans la seconde moitié de 2000 s'internationalisait. Si, au Japon, l'économie piétaitait depuis un certain temps déjà, ce n'est que vers le milieu de l'année que l'activité à l'échelle mondiale a commencé à montrer des signes manifestes d'essoufflement.

La baisse de régime de l'économie américaine est attribuable à plusieurs facteurs. Citons entre autres le resserrement antérieur de la politique monétaire, la flambee des cours mondiaux de l'énergie et les ajustements entraînés par la surproduction et la surexpansion des capacités dans les secteurs de l'information et des télécommunications. Ce dernier facteur — typique du cycle des investissements — a joué un rôle beaucoup plus important que celui qu'on lui avait reconnu au départ.

Il est très difficile d'évaluer les conséquences économiques de l'horrible tragédie du 11 septembre. Certes, on constate que les secteurs du transport, des finances et du tourisme ont été frappés de plein fouet, particulièrement en Amérique du Nord, mais on ne peut pas mesurer aisément l'ampleur et la durée exactes des retombées, et encore moins l'incidence des attentats sur le comportement des consommateurs et des entreprises. Bien que l'histoire offre quelques repères, ces événements sont sans précédent en Amérique du Nord. Seuls le passage du temps et l'accumulation de nouvelles données permettront de mieux en comprendre les séquelles.

Dans le présent rapport, la Banque analyse les causes du ralentissement économique mondial devenu manifeste avant le 11 septembre (en tenant compte des implications des révisions importantes apportées aux mesures du PIB et de la productivité aux États-Unis). Elle présente également sa première évaluation des répercussions potentielles des attentats terroristes sur l'économie nord-américaine pour l'année 2002. Malgré son caractère préliminaire et la large marge d'incertitude qui l'entoure, cette analyse guidera notre raisonnement et notre jugement quant aux retombées de cette tragédie sur l'économie, l'inflation et la politique monétaire du Canada, à mesure que nous disposerons de nouvelles données.

Les données que renferme le présent rapport ont été arrêtées à la date d'annonce préalable du 23 octobre 2001.

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

AU CANADA

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir la fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

La cible

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire continuera donc d'être axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentalement — appelée *indice de référence* — en excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des mouvements futurs de l'IPC global que ne le sont les variations passées de l'IPC (Macklem, 2001).

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction	5
2. L'évolution récente de l'inflation	6
L'inflation et la fourchette cible	6
Les facteurs qui influent sur l'inflation	9
3. L'évolution financière	17
Les mesures de politique monétaire	17
Le taux de change	20
Les conditions monétaires	21
Les autres aspects de l'évolution financière	21
4. Les perspectives en matière d'inflation	23
L'incertitude qui caractérise le climat actuel	23
La conjoncture internationale	24
La demande et l'offre globales au Canada	27
La mesure des attentes relatives à l'inflation	28
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation	30
Les projections basées sur l'évolution des agrégats monétaires	30
Les prévisions relatives à l'inflation	32
5. Conclusions	34
Bibliographie	35
Notes techniques	
1. Effets économiques à court terme des attentats terroristes	12
2. Mesures prises au Canada pour faire face à de possibles perturbations du système financier	18
3. Perspectives en matière d'investissements privés et de production potentielle aux États-Unis	26

Tous, à la Banque du Canada, nous éprouvons la même douleur profonde devant les pertes de vie énormes causées par les attentats terroristes du 11 septembre aux États-Unis. Parmi les victimes se trouvaient des citoyens innocents de nombreuses nationalités, y compris des Canadiens. À leurs familles, amis et collègues, nous offrons nos plus sincères condoléances. Les efforts que chacun de nous déploie pour faire face à cette tragédie et aux conséquences qu'elle a sur nos vies trouvent une grande inspiration dans la coopération, la solidarité et la détermination vibrantes dont nous avons été témoins aussi bien ici, au Canada, que sur la scène internationale. Durant cette période d'angoisse et d'incertitude, je peux vous assurer que la Banque du Canada continuera de veiller au bien-être économique des Canadiens et de favoriser la stabilité du système financier national et international.

David Dodge

Gouverneur, Banque du Canada
24 octobre 2001

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— novembre 2001 —

*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de David Dodge, Malcolm Knight, Charles Freedman,
Paul Jenkins, Sheryl Kennedy et Pierre Duguay.*

Le dollar d'argent de 1985 illustre en couverture, qui est l'œuvre de Karel Roblicek, a été frappé pour marquer le centenaire des parcs nationaux du Canada. Les bases de notre réseau de parcs nationaux ont en effet été jetées en novembre 1885, lorsqu'il a été décidé qu'un territoire de 26 kilomètres carrés situé sur le versant nord du mont Sulphur serait du domaine public. C'est ainsi que le parc national Banff a vu le jour. La Division des parcs du Dominion, le premier organisme de gestion de parcs nationaux au monde, a été créée en 1911, et la Loi sur les parcs nationaux a été promulguée en 1930. Les parcs nationaux et les réserves de parc national (terres destinées à devenir des parcs) sont actuellement au nombre de 39.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

4521

CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé



— novembre 2001 —

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

BANQUE DU CANADA

MONETARY POLICY REPORT

– November 2001 –

Summary

Canada's economy is feeling the effects of two major events: the global economic slowdown that began last year in the United States and the aftermath of the 11 September terrorist attacks. Together, these factors have led to a highly uncertain environment, so the band of confidence around the economic outlook is much wider than usual.

By midsummer, evidence began to accumulate that the economic slowdown would be deeper and more protracted than previously anticipated, both globally and in Canada. Canada's economic outlook weakened further as a result of the terrorist attacks in the United States.

It now appears that economic growth will be close to zero or slightly negative in the second half of 2001, leaving real GDP growth for the year as a whole at about 1 1/2 per cent.

Because of the unusual nature of the uncertainty we are facing, the Bank's economic outlook for 2002 is based on a set of working assumptions about business and consumer confidence. These assumptions are that there will be no further major escalation of terrorism and that business and consumer confidence will return to normal levels in the second half of next year.

Highlights

- Given the unusual nature of the uncertainty we face, the Bank's economic outlook is based on a set of working assumptions about business and consumer confidence.
- These assumptions are that there will be no further major escalation of terrorism, and that consumer and business confidence will return to normal levels in the second half of 2002.
- Under these assumptions, growth in the second half of 2001 is expected to be close to zero or slightly negative, leaving growth for the year as a whole at about 1 1/2 per cent. Growth in 2002 is expected to be 1 1/2 per cent, with the economy gaining speed through the year and growing faster than potential output in the second half.
- In this scenario, with more slack opening up in the economy, core inflation is expected to fall to about 1 1/2 per cent in the second half of 2002. Total CPI inflation in 2002 is also expected to move below the 2 per cent midpoint of the Bank's inflation-control target range.

Under these assumptions, growth would increase to about 2 per cent in the first half of 2002 and to about 4 per cent in the second half. On an average annual basis, this would produce growth of about 1 1/2 per cent in 2002.

With Canada's economy already in a position of excess supply in the third quarter of 2001, the implication of this growth scenario is that the economy would operate even further below capacity throughout next year. This would mean more persistent downward pressure on core inflation, which is expected to fall to about 1 1/2 per cent in the second half of next year. Core inflation would then move back close to the 2 per cent midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent inflation-control range by the end of 2003. Total CPI inflation is expected to move in a similar manner, if world energy prices remain at or below their early-September levels.

Recent Economic and Financial Developments

Even before the terrorist attacks in the United States, a more pronounced

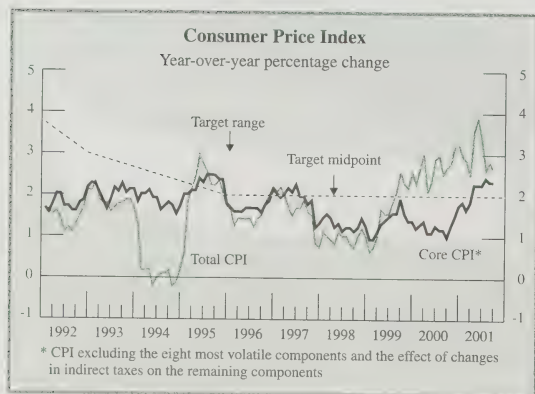
weakening trend had become evident globally and in Canada, with economic growth slowing sharply through the first half of 2001 and into the third quarter. This weakness had its roots in the slowdown that had begun in the United States in the second half of last year.

While Canada's growth through this period had slowed because of reduced exports to the United States, it remained at higher levels than U.S. growth. But final domestic demand had also begun to soften, owing to weak business investment and a slowdown in household spending.

In response to these trends, the Bank lowered interest rates beginning in early 2001. In total, the Bank has dropped its target for the overnight rate by 3 percentage points, including the 75-basis-point reduction on 23 October. The unusual step of lowering rates by 50 basis points on 17 September, between scheduled announcement dates, was taken because of the need for prompt action to underpin consumer and business confidence following the terrorist attacks.

The slowing world economy and the resulting drop in commodity prices have led to weakness in the Canadian dollar. The global economic uncertainty stemming from the terrorist attacks has also weighed on the Canadian dollar.

Core inflation rose above 2 per cent in the spring and hovered around 2.3 per cent through the summer months. This movement was consistent with the lagged effects of the economy operating above capacity earlier this year. In contrast, because of declining energy prices, total CPI inflation has fallen sharply from a peak rate of nearly 4 per cent in May and is moving down towards core inflation.



Prospects for Growth

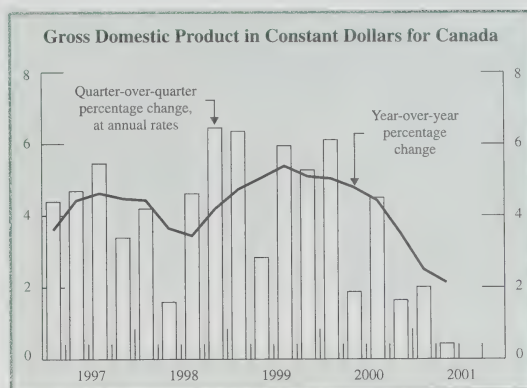
The Bank had already revised its outlook for Canada's economy in late summer, in recognition of the weaker global economy. But the terrorist attacks in the United States have further dampened Canada's near-term prospects and have introduced an unusually high degree of uncertainty.

In Canada, growth in the second half of 2001 is now expected to be close to zero or slightly negative as the direct economic effects of the attacks are felt, particularly in the air transportation, tourism, and finance industries. This would imply annual average growth for 2001 of about 1 1/2 per cent—close to the latest average private sector forecast.

The performance of the Canadian economy in 2002 will depend critically on the global environment in general and on the timing and strength of the U.S. recovery in particular. One can construct a scenario where confidence is restored quickly and, given the amount of monetary as well as fiscal stimulus that has been provided, robust growth in the North American economy resumes early in 2002. However, if consumer and business confidence stay weak for quite some time, growth would remain sluggish through most of 2002.

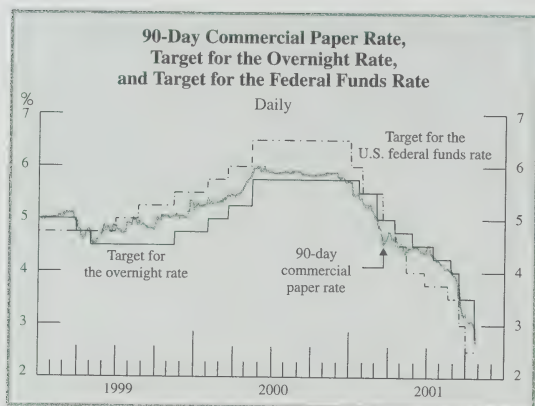
Based on its working assumptions, the Bank has formulated an economic outlook that lies between these two scenarios. These assumptions involve no further major escalation of terrorism and a return to normal levels of confidence in the second half of 2002.

Under these working assumptions, U.S. growth is expected to be positive but low in the first half of



2002. With uncertainty dissipating, confidence rebounding, and the significant amount of stimulus already provided, the U.S. economy should grow at a faster rate than potential output in the second half. On an average annual basis, this would imply growth in the U.S. economy of about 1 per cent in 2002. Growth would be considerably stronger on a fourth-quarter-over-fourth-quarter basis, at 2 3/4 per cent.

Given the Bank's working assumption about the return of business and consumer confidence, together with the domestic policy measures that have been taken, we see growth in Canada picking up modestly in the first half of next year and rising to a rate above that of growth in potential output (estimated at about 3 per cent) in the second half. On an annualized basis, growth would average about 2 per cent in the first half of 2002 and about 4 per cent in the second half. On an average annual basis, this implies growth for 2002 of about 1 1/2 per cent, compared with an average private sector forecast of about 1 3/4 per cent.



The Outlook for Inflation

Earlier this year, Canada's core inflation rate moved above the 2 per cent midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent inflation-control target range, peaking at 2.4 per cent in July. This was broadly consistent with an economy that had been operating above its capacity early in the year.

Pressures on capacity began to ease, however, as the economy slowed. Several indicators suggest that the economy was in a position of excess supply in the third quarter of 2001. While there are still signs of tightness in some sectors, such as shortages of skilled labour, the economic slowdown has substantially reduced demand pressures.

Indeed, with the economy not expected to return to above-potential growth until the second half of 2002,

the output gap is expected to continue widening until then.

In this scenario, core inflation is expected to move below 2 per cent in early 2002 and fall to about 1 1/2 per cent in the second half of the year. Total CPI inflation should fall to about 2 per cent by the end of 2001, assuming that world energy prices remain at or below their early-September levels. Total inflation would then move slightly below core inflation in 2002.

With economic slack projected to start shrinking in the second half of 2002 and to disappear through 2003, both core and total CPI inflation would be expected to move back close to 2 per cent by the end of 2003.

Conclusions

The Bank of Canada has lowered its target for the overnight interest rate by 300 basis points since the beginning of the year. These actions have been taken to support economic growth and to keep inflation close to our 2 per cent target over the medium term.

Because of the unusual nature of the current uncertainty, the economic outlook presented in this *Report*—which led to the Bank's decision on 23 October—is based on a set of assumptions about business and consumer confidence. This outlook and the associated analysis will continue to guide the Bank's judgment about monetary policy as more information becomes available.

In 2002, the Bank of Canada's *Monetary Policy Report* will be published in April and October. Regular *Updates* will be published in January and July. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca

Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

A1
FN73
A156

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— novembre 2001 —

Sommaire

L'économie canadienne subit les contrecoups de deux événements majeurs : le ralentissement de la croissance économique mondiale amorcé l'an dernier aux États-Unis et les attentats terroristes survenus le 11 septembre. La combinaison de ces facteurs a créé un climat de grande incertitude, de sorte que l'intervalle de confiance relatif aux prévisions économiques est beaucoup plus large qu'à l'ordinaire.

Au milieu de l'été, les signes que la décélération de l'activité dans le monde et au Canada serait plus prononcée et plus longue que prévu ont commencé à s'accumuler. Les perspectives économiques du Canada se sont encore dégradées à la suite des attentats commis aux États-Unis.

Il semble bien maintenant que l'économie connaîtra une croissance à peu près nulle ou légèrement négative au second semestre de 2001, ce qui implique une hausse du PIB réel d'environ 1 1/2 % pour l'ensemble de l'année.

Étant donné le caractère inhabituel de l'incertitude qui règne actuellement, la Banque s'est fondée sur une série d'hypothèses de travail concernant la confiance des entreprises et des ménages pour évaluer les perspectives d'évolution de l'économie canadienne en 2002. Ces hypothèses sont qu'il n'y aura pas de nouvelle escalade importante du terrorisme et que le niveau de confiance des ménages et des entreprises retournera à la normale au second semestre de 2002.

Faits saillants

- Étant donné le caractère inhabituel de l'incertitude qui règne actuellement, la Banque s'est fondée sur une série d'hypothèses de travail concernant la confiance des entreprises et des ménages pour son évaluation des perspectives de l'économie canadienne.
- Ces hypothèses sont qu'il n'y aura pas de nouvelle escalade importante du terrorisme et que la confiance des consommateurs et des entreprises se rétablira au second semestre de 2002.
- Selon ces hypothèses, la croissance serait à peu près nulle ou légèrement négative au second semestre de 2001, pour se chiffrer à environ 1 1/2 % sur l'ensemble de l'année. Elle devrait se situer à 1 1/2 % en 2002, l'activité gagnant en vigueur au fil des mois et progressant plus rapidement que la production potentielle au deuxième semestre.
- D'après ce scénario, le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait tomber à environ 1 1/2 % au second semestre de 2002, à la faveur de l'accroissement des capacités excédentaires. Celui de l'IPC global devrait aussi glisser l'an prochain sous 2 %, le point médian de la fourchette cible de la Banque.

D'après ces hypothèses, le rythme d'expansion de l'activité devrait s'accélérer pour atteindre quelque 2 % au premier semestre de 2002 et à peu près 4 % au second. Sur l'ensemble de l'année 2002, l'économie progresserait donc d'environ 1 1/2 %.

Selon ce scénario, l'économie canadienne, qui se trouvait déjà en situation d'offre excédentaire au troisième trimestre de 2001, tournerait encore davantage en deçà des limites de sa capacité tout au long de 2002. Il en résulterait une intensification des pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence, qui devrait ainsi tomber à environ 1 1/2 % au second semestre de 2002. Celle-ci remonterait avant la fin de 2003 à près de 2 %, le point médian de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque. Le taux d'augmentation de l'IPC global devrait suivre une trajectoire similaire, si les cours mondiaux de l'énergie demeurent aux niveaux affichés au début de septembre ou en deçà.

L'évolution économique et financière récente

Même avant les attaques terroristes perpétrées aux États-Unis, une baisse de régime plus marquée était devenue manifeste dans le monde et ici au pays,

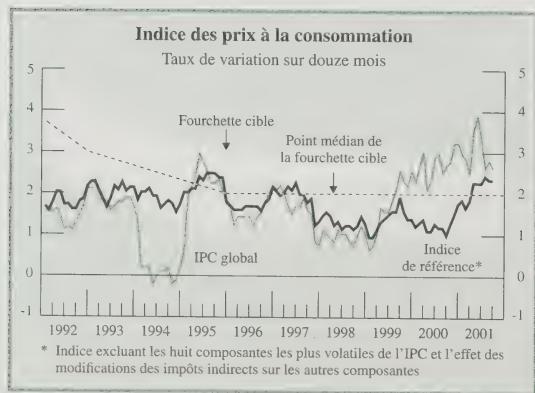
la croissance s'étant considérablement ralentie tout au long du premier semestre de 2001 et encore au troisième trimestre. Cette atonie tenait au tassement de l'activité amorcé aux États-Unis au cours de la seconde moitié de l'an dernier.

Bien qu'elle ait été freinée par la réduction des exportations vers les États-Unis durant cette période, la croissance était demeurée plus forte au Canada que chez nos voisins du sud. Mais la progression de la demande intérieure finale avait aussi commencé à fléchir, en raison de la faiblesse des investissements des entreprises et de la modération de la dépense des ménages.

La Banque a réagi à cette évolution en abaissant les taux d'intérêt dès le début de 2001. Au total, elle a réduit le taux cible du financement à un jour de 3 points de pourcentage, dont 3/4 de point le 23 octobre. La décision, inhabituelle, de réduire le taux en dehors des dates d'annonce préétablies — en l'occurrence de un demi-point le 17 septembre — a été motivée par le besoin pressant de soutenir la confiance des ménages et des entreprises au lendemain des attentats.

L'essoufflement de l'économie mondiale et la chute consécutive des prix des produits de base se sont répercutés sur le dollar canadien. Ce dernier s'est également ressenti de l'incertitude que les attentats terroristes ont fait naître sur la scène économique internationale.

L'inflation mesurée par l'indice de référence a franchi la barre des 2 % au printemps et oscillé autour de 2,3 % tout au long de l'été. Cette hausse faisait écho à la surutilisation des capacités de l'économie qui persistait au début de l'année. En revanche, le taux d'augmentation de l'IPC global, qui avait atteint un sommet de près de 4 % en mai, a nettement diminué sous l'effet de la baisse des cours de l'énergie et se rapproche de l'inflation mesurée par l'indice de référence.

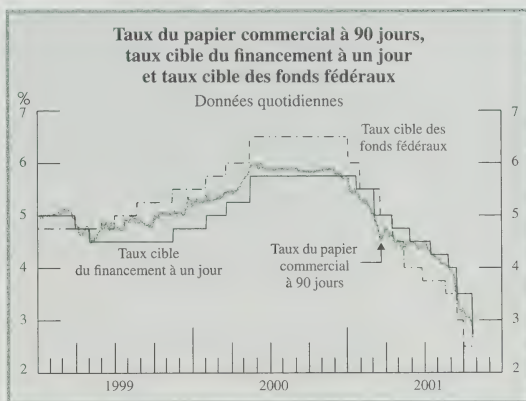


Les perspectives de croissance

À la fin de l'été, la Banque du Canada avait déjà revu ses prévisions concernant l'économie canadienne, à la lumière du ralentissement de l'activité à l'échelle mondiale. Mais les attentats terroristes survenus aux États-Unis ont assombri encore davantage les perspectives à court terme du Canada et beaucoup accentué l'incertitude.

Au Canada, nous nous attendons maintenant à ce que l'expansion économique soit à peu près nulle ou légèrement négative au second semestre de 2001, en raison de l'ampleur des effets économiques directs des attentats, particulièrement dans les secteurs du transport aérien, du tourisme et des finances. La croissance pour l'année dans son ensemble devrait par conséquent se situer aux environs de 1 1/2 %, soit près des plus récentes prévisions du secteur privé.

La tenue de l'économie canadienne en 2002 dépendra essentiellement du climat mondial, en général, et du moment et de l'ampleur de la reprise aux États-Unis, en particulier. On peut imaginer un scénario dans lequel la confiance se rétablit rapidement et où, compte tenu des mesures monétaires et budgétaires fortement expansionnistes qui ont été mises en place, une reprise robuste de la croissance en Amérique du Nord s'amorcera dès les premiers mois de 2002. Cependant, si la confiance des ménages

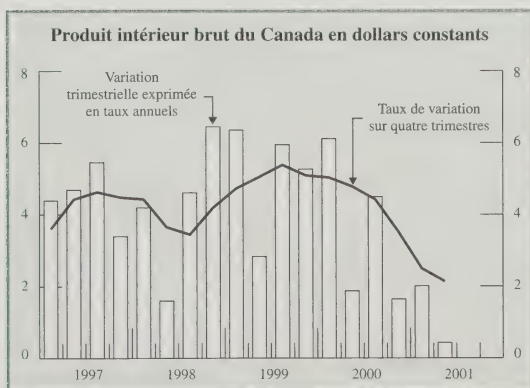


et des entreprises reste fragile encore longtemps, la croissance risque de demeurer anémique durant la majeure partie de l'année.

En se fondant sur ses hypothèses de travail, la Banque a formulé un pronostic qui se situe à mi-chemin entre ces deux scénarios. Ces hypothèses sont qu'il n'y aura pas de nouvelle escalade importante du terrorisme et que la confiance retournera à des niveaux normaux dans la seconde moitié de 2002.

Selon ces hypothèses de travail, le taux d'accroissement de l'activité aux États-Unis devrait être positif, quoique faible, dans la première moitié de 2002. Il devrait ensuite dépasser celui de la production potentielle durant le deuxième semestre, à la faveur de l'atténuation de l'incertitude, du rétablissement de la confiance et des mesures fortement expansionnistes déjà mises en place. En 2002, l'expansion de l'économie américaine avoisinerait ainsi 1 % pour l'année dans son ensemble. Mesurée en glissement annuel au quatrième trimestre, la croissance devrait être beaucoup plus ferme et atteindre 2 3/4 %.

Étant donné l'hypothèse de la Banque concernant le retour de la confiance des ménages et des entreprises et compte tenu des mesures de politique intérieure qui ont été prises, nous nous attendons à ce que la croissance au Canada enregistre une modeste remontée au premier semestre de l'an prochain et dépasse le



taux d'augmentation de la production potentielle (estimé à quelque 3 %) au second semestre. Le taux annualisé de croissance devrait avoisiner 2 % au premier semestre de 2002 et 4 % au second. Sur l'ensemble de l'année 2002, le rythme d'expansion de l'activité devrait donc s'établir aux alentours de 1 1/2 %, ce qui est comparable au taux d'environ 1 3/4 % avancé en moyenne par les prévisionnistes du secteur privé.

Les perspectives en matière d'inflation

Ce printemps, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est hissée au-dessus de 2 %, le point médian de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque, pour culminer à 2,4 % en juillet. Cette évolution cadrerait dans l'ensemble avec une économie qui tournait au delà des limites de sa capacité en début d'année.

Les pressions s'exerçant sur l'appareil de production se sont toutefois mises à s'atténuer à la faveur de la décélération de l'activité. Plusieurs indicateurs donnent à penser que l'économie se trouvait en situation d'offre excédentaire au troisième trimestre de 2001. Bien qu'il subsiste dans certains secteurs des signes de tension, tels que des pénuries de main-d'œuvre qualifiée, le ralentissement de l'économie a sensiblement réduit les pressions de la demande.

Comme nous ne nous attendons pas à ce que le rythme d'expansion de l'économie dépasse celui de la production potentielle avant le second semestre de 2002, l'écart de production devrait continuer de s'élargir d'ici là.

D'après ce scénario, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait

glisser sous 2 % au début de 2002 et descendre à quelque 1 1/2 % au second semestre. Si les cours mondiaux de l'énergie restent aux niveaux affichés au début de septembre ou en deçà, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait tomber à environ 2 % d'ici la fin de cette année, pour ensuite descendre légèrement sous celui de l'indice de référence en 2002.

Étant donné que la Banque prévoit que les capacités inutilisées dans l'économie commenceront à se résorber durant la seconde moitié de 2002, pour disparaître en 2003, les taux d'accroissement de l'indice de référence et de l'IPC global devraient tous deux remonter à près de 2 % d'ici la fin de 2003.

Conclusions

La Banque du Canada a abaissé le taux cible du financement à un jour de 300 points de base depuis le début de l'année. Ces mesures visaient à soutenir la croissance de l'économie canadienne et à maintenir l'inflation près de notre cible de 2 % à moyen terme.

Étant donné le caractère inhabituel de l'incertitude qui règne actuellement, l'évaluation des perspectives économiques fournie dans le présent rapport — sur laquelle reposait la décision qu'a prise la Banque d'abaisser son taux directeur le 23 octobre — est fondée sur une série d'hypothèses de travail concernant la confiance des entreprises et des ménages. Cette évaluation continuera de guider la Banque, à mesure qu'elle disposera de nouvelles données sur l'économie, dans les décisions qu'elle prendra au sujet de l'orientation à imprimer à la politique monétaire.

En 2002, le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada sera publié en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraîtront en janvier et en juillet. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

